

De la part de la
Section de l'Enregistrement

RFin

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

CINQUANTE-QUATRIÈME RAPPORT ANNUEL

1^{ER} AVRIL 1983 - 31 MARS 1984

BÂLE

18 juin 1984

TABLE DES MATIÈRES

| | Page |
|--|------|
| Introduction | 1 |
| I. Vers une croissance durable? | 3 |
| II. Reprise: origines, équilibre et solidité | 8 |
| <p>Faits saillants (p. 8); la reprise: demande et production (p. 9); rôle directeur des Etats-Unis (p. 11), signes de reprise en Europe et au Japon (p. 14); chômage (p. 17); évolution des prix et des salaires en 1983 (p. 19); la solidité de la reprise: salaires et productivité (p. 21); salaires nominaux (p. 22), croissance de la productivité (p. 24), salaires réels (p. 26); solidité de la reprise: le contraste des politiques économiques (p. 28); divergences entre les politiques budgétaires dans les divers pays (p. 28), implications des prévisions de déficits budgétaires aux Etats-Unis (p. 33).</p> | |
| III. Flux sectoriels et marchés des capitaux | 36 |
| <p>Faits saillants (p. 36); variations des soldes financiers par secteur (p. 37); rentabilité et investissement des entreprises (p. 40); marges bénéficiaires et rentabilité (p. 42), baisse des ratios de fonds propres (p. 42), autres indicateurs financiers (p. 43), évolution par pays (p. 46); évolution sur les marchés des capitaux (p. 49); évolution et composition des flux financiers (p. 51): le système bancaire (p. 51), le système financier dans son ensemble (p. 53); innovations financières (p. 56); endettement public (p. 57); risque lié aux taux d'intérêt (p. 58); organisation de marchés financiers à terme (p. 59), rôle potentiel (p. 59); évolution des marchés à terme de contrats de taux d'intérêt (p. 61); participation des banques (p. 61), expansion ultérieure (p. 63); marchés financiers à terme et action des autorités (p. 64); politique monétaire (p. 64), solidité (p. 64), fonctionnement global des marchés financiers à terme (p. 64).</p> | |
| IV. Politique monétaire et taux d'intérêt | 66 |
| <p>Faits saillants (p. 66); évolution de la masse monétaire et des politiques axées sur les agrégats (p. 67); les politiques d'agrégats monétaires et la reprise économique (p. 73); évolution des taux d'intérêt et politique monétaire axée sur les taux de change (p. 77); taux d'intérêt à court terme (p. 78), taux d'intérêt à long terme (p. 82); taux d'intérêt réels (p. 84); dosage des politiques, taux d'intérêt et mécanisme de transmission (p. 85).</p> | |
| V. Echanges et paiements internationaux | 90 |
| <p>Faits saillants (p. 90); commerce mondial (p. 91); évolution de la balance mondiale des paiements (p. 93); la balance des paiements des Etats-Unis (p. 95): paiements courants (p. 95), mouvements de capitaux (p. 98), durabilité de la position extérieure nette des Etats-Unis (p. 101); évolution des balances des paiements des autres pays du Groupe des Dix (p. 102); évolution des paiements courants (p. 102), évolution des mouvements de capitaux (p. 107);</p> | |

évolution des balances des paiements dans les autres groupes de pays (p. 111); *pays développés extérieurs au Groupe des Dix* (p. 111), *pays de l'OPEP* (p. 112), *pays en développement non membres de l'OPEP* (p. 114), *le processus d'ajustement à plus long terme* (p. 116).

VI. Marchés internationaux du crédit et des capitaux 120

Faits saillants (p. 120); le secteur bancaire international: principaux facteurs d'influence et évolution de la situation de l'endettement international (p. 122); évolution des principaux agrégats (p. 131); *évolution sur les divers marchés* (p. 132), *composition des nouvelles opérations extérieures des banques* (p. 135), *répartition par monnaie de l'activité bancaire internationale* (p. 138); origines et emplois des fonds bancaires internationaux (p. 140); les marchés des obligations internationales (p. 145).

VII. La scène monétaire internationale 152

Faits saillants (p. 152); évolution des taux de change (p. 153); *les monnaies flottantes* (p. 153), *évolution des taux de change au sein du SME* (p. 158); production d'or et marché de l'or (p. 162); réserves et liquidités internationales (p. 165); *catégories d'actifs de réserve* (p. 167), *composition géographique* (p. 168), *répartition des réserves en devises* (p. 172).

VIII. Activités de la Banque 176

Assistance financière aux banques centrales (p. 176); développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales (p. 178); opérations du Département Bancaire (p. 180); *passif (composition des ressources)* (p. 182), *actif (utilisation des ressources)* (p. 185), *opérations à terme sur or* (p. 186); bénéfice net et répartition (p. 187); 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. 188); la Banque comme Agent du Fonds européen de coopération monétaire (p. 188); modifications dans la composition du Conseil d'administration (p. 191).

Conclusion 192

* *

*

Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1984.

LISTE DES TABLEAUX ET GRAPHIQUES

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque)

| | Page |
|---|------|
| Reprise: origines, équilibre et solidité | |
| Production industrielle* | 10 |
| Principaux pays industrialisés: variations du produit national brut en volume et de ses composantes | 13 |
| Variations du revenu, des dépenses et de l'épargne des ménages dans quelques pays | 15 |
| Chômage | 18 |
| Variations des prix à la consommation | 19 |
| Variations des salaires nominaux | 20 |
| Cours des matières premières et valeurs unitaires à l'importation* | 21 |
| Evolution tendancielle de la productivité du travail | 25 |
| Salaires réels, productivité et chômage* | 27 |
| Dépenses des administrations publiques et soldes budgétaires | 29 |
| Déficits budgétaires et chômage* | 30 |
| Budget fédéral des Etats-Unis pour 1985: prévisions et hypothèses officielles | 33 |
| Flux sectoriels et marchés des capitaux | |
| Soldes financiers par secteur | 38 |
| Rentabilité et autres indicateurs financiers* | 44 |
| Fonds collectés par les secteurs internes non financiers | 50 |
| Variations du crédit bancaire et de la masse monétaire au sens large | 52 |
| Fonds collectés par les secteurs internes non financiers, par instrument ou source | 54 |
| Part du crédit bancaire interne dans le crédit total | 56 |
| Cotation des opérations financières à terme de taux d'intérêt* | 62 |
| Participation des banques commerciales au marché des contrats à terme de taux d'intérêt des Etats-Unis | 62 |
| Répartition des positions de taux d'intérêt des contrats à terme de taux d'intérêt aux Etats-Unis à la fin du premier trimestre de 1984 | 63 |
| Politique monétaire et taux d'intérêt | |
| Agrégats monétaires: objectifs et évolution* | 70 |
| Agrégats monétaires et de crédit: objectifs et taux d'expansion | 71 |
| Agrégats monétaires larges, prix et PNB en termes réels* | 74 |
| Taux d'intérêt et vitesse-revenu des agrégats monétaires* | 76 |
| Taux d'intérêt du marché monétaire* | 78 |
| Influences s'exerçant sur la monnaie centrale et sur les taux d'intérêt à court terme | 80 |
| Taux d'intérêt à long terme et structure par échéance | 83 |
| Taux d'intérêt réels à long terme | 84 |
| Déficits budgétaires, déséquilibres épargne/investissement et taux d'intérêt réels* | 86 |

Echanges et paiements internationaux

| | |
|---|-----|
| Evolution du commerce mondial en volume, 1981-83* | 92 |
| Soldes des paiements courants dans le monde, 1981-83 | 94 |
| Etats-Unis: facteurs de variation de la balance commerciale, 1981-83 (estimations) | 96 |
| Etats-Unis: modifications de la balance commerciale à l'égard de divers groupes de pays, 1981-83 | 98 |
| Etats-Unis: mouvements de capitaux, 1981-83 | 99 |
| Etats-Unis: flux bancaires par catégorie de transactions, 1982-83 | 100 |
| Pays du Groupe des Dix autres que les Etats-Unis: flux de capitaux et variations des positions monétaires officielles nettes, 1982-83 | 107 |
| Pays de l'OPEP: financement des déficits des paiements courants, 1982-83 | 113 |
| Balances des paiements courants des pays en développement hors OPEP d'Amérique latine et d'Asie, 1981-83 | 115 |
| Pays en développement non membres de l'OPEP: financement des déficits des paiements courants (estimations), 1981-83 | 116 |
| Scénarios d'ajustement à long terme pour les pays en développement d'Amérique latine non membres de l'OPEP* | 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 | 121 |
| Taux débiteur de base aux Etats-Unis, taux interbancaires des dépôts en euro-monnaies à trois mois et écarts par rapport aux taux des marchés nationaux* | 123 |
| Flux entre les banques de la zone déclarante de la BRI et les groupes de pays extérieurs à la zone, 1978-83 (estimations) | 127 |
| Facteurs influençant les besoins d'emprunt et le recours au financement bancaire international des pays en développement non membres de l'OPEP, 1974-83* | 128 |
| Evolution de l'endettement international des pays en développement non membres de l'OPEP, 1973-83* | 129 |
| Variations des avoirs et engagements extérieurs en monnaie nationale et en monnaies étrangères des banques situées dans les divers pays déclarants, 1980-83 | 133 |
| Ventilation secteur bancaire/non bancaire de l'activité bancaire internationale, 1980-83 | 136 |
| Ventilation par monnaie de l'activité bancaire internationale, 1981-83 | 139 |
| Répartition géographique des flux bancaires internationaux, 1980-83 | 142 |
| Emissions d'obligations internationales | 146 |
| Taux des dépôts en euro-monnaies et rendements des obligations en dollars EU sur les marchés internationaux et nationaux* | 147 |
| Emissions d'obligations internationales par catégorie d'instruments | 148 |

La scène monétaire internationale

| | |
|--|-----|
| Variations des taux de change bilatéraux du dollar EU par rapport à certaines autres monnaies, 1982-84* | 154 |
| Variations des taux de change effectifs dans certains pays industriels, 1980-84* . . | 157 |
| Taux de change au comptant dans le mécanisme de change du SME, 1983-84* . . | 160 |
| Indicateurs de convergence et de divergence au sein du SME, 1981-84* | 161 |
| Origine et utilisation de l'or (estimations) | 162 |
| Production d'or dans le monde (estimations) | 163 |
| Cours de l'or sur le marché en dollars EU et en francs suisses, 1981-84* | 164 |
| Variations des réserves globales, 1981-83 | 169 |
| Ratios des réserves non métalliques aux importations de marchandises dans certains groupes de pays, 1969-83* | 170 |
| Ratios des réserves non métalliques à l'endettement bancaire extérieur de certains groupes de pays, 1978-83 | 171 |
| Structure des placements des réserves en devises, 1981-83 | 173 |

Activités de la Banque

| | |
|--|-----|
| Evolution du total du bilan au cours des cinq derniers exercices | 181 |
| Evolution de la composition des ressources au cours des cinq derniers exercices . . | 182 |
| Fonds empruntés d'après leur origine | 183 |
| Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée restant à courir | 184 |
| Répartition d'après leur nature des avoirs à vue et des autres placements | 185 |
| Dépôts à terme et avances, titres à terme, d'après leur durée restant à courir | 186 |

CINQUANTE-QUATRIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à
l'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE ORDINAIRE
de la
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX
tenue à
Bâle, le 18 juin 1984

Mesdames, Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le cinquante-quatrième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1983 et clos le 31 mars 1984.

Après transfert de 441.391 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels, le bénéfice net de l'exercice s'élève à 67.492.877 francs or, contre 65.826.173 francs or au titre du précédent exercice.

Le Conseil d'administration recommande à la présente Assemblée générale d'affecter, en application de l'article 51 des Statuts de la Banque, la somme de 16.492.877 francs or au paiement d'un dividende de 145 francs suisses par action.

Le Conseil recommande en outre de transférer 20.400.000 francs or au Fonds de réserve générale et le reliquat du bénéfice net, soit 30.600.000 francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1983-84 sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1984.

I. VERS UNE CROISSANCE DURABLE?

La reprise de l'activité dans les pays industriels a exercé une influence dominante sur l'économie mondiale au cours des dix-huit mois écoulés. Propulsée principalement par l'expansion vigoureuse de la dépense intérieure aux Etats-Unis, elle a été aussi soutenue par le raffermissement autonome de la demande dans d'autres grands pays, en particulier en Allemagne et au Royaume-Uni. Les effets de cette reprise sur le plan interne et à l'échelle internationale, ainsi que les espoirs qu'elle suscite et les nouveaux problèmes qu'elle crée, constituent le fil conducteur qui relie les divers chapitres du présent Rapport.

On peut difficilement exagérer l'importance de la reprise. Le processus de désinflation dans lequel les principaux pays industrialisés se sont engagés en 1980 avait été précédé de deux chocs pétroliers, d'une longue période de politiques génératrices d'inflation, de sept années de ralentissement sensible de la croissance tendancielle dans les économies industrialisées, d'une aggravation du chômage et, sous l'action conjuguée de ces divers facteurs, de l'accumulation déséquilibrée de dettes tant sur le plan interne qu'à l'échelle internationale. Il n'est guère étonnant que la désinflation se soit accompagnée d'une sévère récession, d'une montée encore plus forte du chômage et de signes de fragilité financière à l'intérieur des économies et sur le plan international, exposant ainsi le monde aux risques d'une crise financière caractérisée. Celle-ci a néanmoins pu être évitée, grâce à l'efficacité de la coopération internationale et à l'application de politiques prudentes dans les divers pays. Parallèlement, le processus de désinflation a commencé à donner des résultats positifs sous la forme, non seulement d'une forte décélération du rythme de hausse des prix, mais également d'un renforcement progressif des structures financières des entreprises dans les pays industrialisés. Au cours de l'hiver 1982-83, il devint toutefois évident que, en l'absence d'un redémarrage rapide et prononcé de l'activité économique dans ces pays, il serait de plus en plus difficile de maîtriser la crise financière internationale à l'aide de nouvelles mesures conservatoires et encore plus malaisé de lui trouver une solution durable. C'est à ce moment précis, c'est-à-dire à la fin de 1982, que l'économie américaine amorça son redressement, pratiquement à la onzième heure.

Les effets positifs de la reprise américaine se sont clairement manifestés. Entre le creux de la récession au quatrième trimestre de 1982 et le premier trimestre de 1984, la demande interne globale s'est accrue d'environ 10% en termes réels, et plus de cinq millions de postes de travail ont été créés. De ce fait, le taux du chômage est tombé de son maximum de 10,7% à 7,8%. En même temps, le rythme sur douze mois de la hausse des prix à la consommation, qui avait fléchi durant la récession de près de 15% en mars 1980 à moins de 4% à la fin de 1982, se situait toujours, en avril 1984, à un niveau relativement bas (4,5%). Il est vrai que cette évolution très favorable des prix est imputable en partie à la vive appréciation de la valeur pondérée du dollar depuis

1980. Enfin, les bénéfices et les structures financières du secteur des entreprises se sont considérablement améliorés, et la formation de capital fixe s'est ranimée – à un rythme assez rapide dans certains secteurs.

La reprise américaine s'est transmise au reste du monde principalement par le biais de la vigoureuse expansion des importations des Etats-Unis (plus de 30% entre le quatrième trimestre de 1982 et le premier trimestre de 1984). Celle-ci a joué un rôle décisif, en acheminant le commerce mondial de la récession vers la reprise; elle a fourni en même temps un stimulant extérieur salubre au mouvement de reprise autonome amorcé dans certains autres grands pays industrialisés, en particulier l'Allemagne, le Royaume-Uni et le Japon. Il est, en effet, significatif et encourageant de constater que les pays qui ont obtenu les meilleurs résultats dans la lutte contre l'inflation ont été aussi les mieux placés pour ranimer eux-mêmes leur économie et tirer profit – ultérieurement – du redressement intervenu aux Etats-Unis.

En même temps, la reprise américaine a contribué de manière décisive au succès des politiques d'ajustement mises en œuvre par un certain nombre de pays déficitaires. Le solde des échanges commerciaux entre les Etats-Unis et le groupe des pays en développement non membres de l'OPEP est passé d'un léger excédent (\$0,3 milliard) en 1981 à un large déficit (\$13,2 milliards) en 1983, bien que ce revirement reflète, pour une part importante, la réduction autonome des importations des pays en développement. Quoi qu'il en soit, on ne peut guère imaginer que, sans le soutien de la conjoncture américaine, le déficit commercial global des pays en développement non membres de l'OPEP aurait pu se contracter, durant la même période, de \$65 milliards à \$26 milliards. De même, un certain nombre de pays déficitaires d'Europe occidentale n'auraient pas été en mesure d'améliorer substantiellement leurs comptes extérieurs sans le concours de la reprise conduite par les Etats-Unis. En résumé, le retournement de la conjoncture américaine a procuré un soulagement considérable à l'économie mondiale en stimulant les échanges commerciaux, en favorisant le processus d'ajustement externe dans les pays déficitaires, en renforçant le redémarrage de l'activité au Royaume-Uni, en Allemagne et au Japon, et en contribuant à la reprise de la croissance dans le reste du monde industrialisé.

C'est dans le contexte de cette appréciation extrêmement positive que nous devons situer les préoccupations exprimées dans divers chapitres du présent Rapport et dans les recommandations de politique économique présentées dans la Conclusion. Elles concernent la nature de la reprise en cours aux Etats-Unis, ses implications internationales, ainsi que son dynamisme et sa solidité.

La meilleure façon de comprendre l'une ou l'autre de ces préoccupations est d'essayer d'analyser – avec un certain recul – l'origine de la reprise aux Etats-Unis et les forces qui la sous-tendent actuellement. Est-elle la conséquence directe d'un retournement «normal» du cycle conjoncturel? Les progrès de la désinflation ont-ils été suffisants pour que, lors du développement de la reprise, le rythme de l'inflation ne s'accélère pas au-delà d'un niveau plus ou moins inévitable? La reprise a-t-elle été artificiellement stimulée par l'incidence des politiques mises en œuvre? Autant de questions auxquelles on ne peut apporter qu'une réponse nuancée.

On peut certainement attribuer cette reprise pour une part aux forces qui contribuent traditionnellement à un redressement de l'activité des entreprises: fin du mouvement de déstockage; durée de vie des automobiles et des biens durables des ménages; redémarrage de la construction de logements, sous l'effet à la fois des baisses de taux d'intérêt et de l'évolution démographique. Un autre élément de la reprise — augmentation des revenus réels et diminution du taux d'épargne des ménages — pourrait être dû à l'influence conjuguée du ralentissement sensible des taux d'inflation courants, de la baisse probable des taux d'inflation anticipés et, partant, du renforcement de la confiance des consommateurs. Le rôle de la politique monétaire dans ce processus a été déterminant.

Jusqu'ici, rien de plus normal. Mais on ne peut écarter l'hypothèse, tout à fait plausible, selon laquelle la politique budgétaire aurait également stimulé fortement l'activité des entreprises: il ne s'agit pas seulement de la part du déficit budgétaire imputable à l'aggravation de la récession et à l'incidence des stabilisateurs automatiques, même si l'élargissement antérieur des programmes sociaux a amplifié cette incidence et accentué également la croissance tendancielle des dépenses publiques; il s'agirait plutôt, et essentiellement, du déficit supplémentaire provoqué par les nouvelles mesures discrétionnaires, à savoir les allègements fiscaux et l'augmentation des dépenses militaires. Les préoccupations suscitées sur les marchés des capitaux par le financement de l'élément structurel croissant du déficit budgétaire américain ont été ressenties très tôt et ont donc eu tendance à maintenir les taux d'intérêt à long terme à un niveau anormalement élevé en pleine période de récession. La reprise a pu s'en trouver quelque peu différée; mais les effets expansionnistes du déficit sur les revenus et les dépenses ont fini par prévaloir et favorisé puissamment tant le redémarrage que le dynamisme persistant de l'expansion conjoncturelle. Quels que soient les objectifs à moyen ou à long terme poursuivis par l'Administration des Etats-Unis et inspirés de la théorie de l'offre, et quelle qu'ait pu être l'efficacité jusqu'à présent des nouvelles mesures de stimulation de l'investissement, la politique américaine a favorisé, dans l'intervalle, un mouvement de reprise très classique induite par la demande.

Du point de vue de l'économie américaine elle-même, une reprise de ce genre peut présenter deux types de risques: soit que, en portant les taux d'intérêt à des niveaux encore plus élevés qu'actuellement, elle puisse créer une situation dans laquelle l'incidence du ralentissement de la dépense privée l'emporterait sur les effets exercés par le déficit budgétaire sur le revenu et la dépense; autrement dit, en raison d'une «éviction» financière, l'élan de la reprise pourrait être cassé prématurément; soit que, au contraire, une recrudescence des anticipations inflationnistes, alimentée par la persistance d'importants déficits budgétaires, puisse préserver assez longtemps le dynamisme de la reprise, mais risque de déboucher par la suite sur une dépression soudaine et prolongée. Aucune de ces deux perspectives ne peut être considérée comme réjouissante.

A l'échelle internationale, les préoccupations sont tout aussi importantes.

Tout d'abord, on peut s'interroger sur ce qu'il adviendra en fait de l'économie américaine elle-même. Un ralentissement de la reprise aux Etats-Unis est

souhaitable et, comme le précise la Conclusion, c'est au reste du monde industrialisé qu'il incombe de mettre en œuvre des politiques permettant à sa propre reprise de conserver un dynamisme satisfaisant, quelle que soit la situation aux Etats-Unis. A cet effet, il convient essentiellement de mettre davantage encore l'accent sur l'application de politiques structurelles visant à accroître la souplesse du marché du travail et à stimuler l'investissement interne, bien que de telles politiques ne soient pas de nature à faire sentir rapidement leurs effets.

Il n'empêche qu'un départ favorable a d'ores et déjà été pris, comme en atteste le fait que l'activité a redémarré au Royaume-Uni et en Allemagne, par exemple, indépendamment de la reprise intervenue aux Etats-Unis. Mais, étant donné la dimension de l'économie de ce pays, ni le Japon, ni l'Europe de l'Ouest ne peuvent espérer se mettre totalement à l'abri des conséquences d'un arrêt précoce de la reprise américaine, et encore moins d'une profonde dépression aux Etats-Unis accompagnée de perturbations financières. Ce que la reprise américaine est en train de faire pour le reste du monde, une récession dans ce même pays pourrait le défaire tout aussi rapidement.

Un autre sujet de préoccupation, plus immédiat que le premier, concerne l'influence exercée par le dosage actuel des politiques aux Etats-Unis, via son influence sur les taux d'intérêt, sur l'évolution des cours de change. Nombre de raisons expliquent le niveau élevé du dollar à présent par rapport aux monnaies européennes et au yen japonais. Certaines de ces raisons tiennent à la vigueur de la reprise aux Etats-Unis et aux rendements élevés des investissements qui en résultent; d'autres sont liées à des considérations de mise en sûreté des capitaux. D'un autre côté, on s'attendrait normalement qu'un déficit budgétaire structurel élevé et croissant, conjugué à un déficit des paiements courants de plus en plus considérable, exerce une incidence néfaste sur le cours de change de la monnaie d'un pays. Avec le temps, les agents économiques en sont probablement venus à se former une opinion moins catégorique et, par conséquent, moins stable quant à la nature ou à l'importance de ces facteurs. Aussi n'est-il pas surprenant que les *variations* des écarts de taux d'intérêt nominaux ou réels n'aient pas exercé constamment des effets à sens unique sur l'évolution des cours de change durant ces dernières années. Il semble néanmoins raisonnable de supposer, à tout le moins, que les cours dollar/deutsche mark et dollar/yen ne seraient pas ce qu'ils sont aujourd'hui sans la persistance de très importants écarts de taux d'intérêt en faveur du dollar.

Par leur incidence sur la compétitivité des secteurs de l'économie américaine exposés à la concurrence internationale, les niveaux actuels des taux de change réels risquent à l'évidence de renforcer les pressions protectionnistes aux Etats-Unis. Dans le même temps, tout en stimulant la compétitivité des autres pays, ils ont limité dans une certaine mesure l'influence bénéfique qu'aurait pu avoir sur l'inflation dans le reste du monde industrialisé la baisse des cours en dollars du pétrole et des matières premières, engendrée par la récession. Avec la remontée des cours des produits de base, la persistance d'un taux de change élevé du dollar pourrait parfaitement contraindre certains des pays industrialisés à adopter des politiques anti-inflationnistes qui, autrement, ne seraient ni justifiées, ni indispensables. Mais surtout, la configuration actuelle des taux de

change n'est, de toute évidence, pas compatible avec une structure soutenable à long terme des paiements courants (ou, si l'on se place sous l'angle opposé, des flux de capitaux). Le rythme d'aggravation sans précédent de la position créditrice nette des Etats-Unis a sensiblement augmenté les risques de futurs dérèglements financiers en provenance des marchés des changes. De fait, les incertitudes croissantes qui entourent l'évolution du dollar ont déjà créé une forte instabilité à court terme des cours de change et elles pourraient, avec le temps, provoquer des perturbations encore plus fortes. En résumé, si l'on ne peut nier que le déficit des paiements courants des Etats-Unis a exercé des effets bénéfiques sur l'économie mondiale, il est peut-être bon de rappeler que l'abus des bonnes choses peut s'avérer dangereux. Une reprise déséquilibrée aux Etats-Unis entraînera inévitablement une reprise déséquilibrée dans les autres pays.

Enfin et surtout, le niveau élevé des taux d'intérêt en dollars a maintenu, et plus récemment a eu tendance à aggraver, la charge financière de l'endettement extérieur de divers pays. La dette extérieure totale des pays en développement non membres de l'OPEP (qui se chiffrait à l'équivalent de \$560 milliards à la fin de 1983) est libellée en dollars à concurrence des deux tiers environ et est assortie pour plus de la moitié de taux d'intérêt flottants. Il y a un danger réel, surtout pour les pays dont l'endettement extérieur atteint plusieurs fois le montant de leurs recettes annuelles d'exportations: le bénéfice retiré d'un accroissement de leurs ventes à l'étranger ou d'une réduction de leurs importations risque d'être annulé par l'alourdissement de leur charge d'intérêt. En raison de la dimension actuelle des marchés internationaux des capitaux et du statut du dollar comme principale monnaie financière dans le monde, l'incidence internationale exercée par les taux d'intérêt américains est beaucoup plus forte que ne le donne à penser la dimension relative de la seule économie américaine.

Il y a deux ans, le Rapport évoquait certaines préoccupations au sujet de la voie étroite de la politique économique dans un monde engagé dans un processus de désinflation: la poursuite de politiques anti-inflationnistes était certes indispensable, mais elle comportait un risque indéniable de récession cumulative. L'an dernier, le Rapport exprimait l'espoir que, avec les succès obtenus dans la lutte contre l'inflation et le début de la reprise, les problèmes associés à la désinflation pourraient s'atténuer. Cette fois, la reprise est incontestablement en très bonne voie et a déjà eu des effets bénéfiques; nous pouvons à présent nous efforcer de lui conférer un caractère équilibré et durable.

II. REPRISE: ORIGINES, ÉQUILIBRE ET SOLIDITÉ

Faits saillants

La reprise économique s'est solidement installée en Amérique du Nord au début de 1983. A la fin de l'année, elle s'était étendue, à des degrés variables, à une grande partie du reste du monde industrialisé. Les Etats-Unis, où la production s'est accrue de plus de 6% d'un quatrième trimestre à l'autre, ont pris la tête de ce mouvement. A l'autre extrémité, certains pays, tenus de poursuivre leurs efforts d'ajustement, n'ont guère connu de croissance avant la fin de l'année. Il n'en demeure pas moins que, pour l'ensemble des pays du Groupe des Dix, le taux de croissance moyen de la production s'est probablement situé à 4% ou plus entre les quatrièmes trimestres de 1982 et de 1983.*

Cette évolution marque, à n'en pas douter, la fin de la période prolongée de récession qui a suivi le second relèvement des prix des produits pétroliers. Elle a permis d'entrevoir – et dans certains cas d'obtenir – un abaissement des taux de chômage records. En outre, elle a satisfait l'une des plus importantes conditions préalables à la résolution de la crise financière internationale.

La reprise semble avoir eu deux origines, de nature quelque peu différente. D'un côté, la politique budgétaire des Etats-Unis – qui avait été plutôt réorientée vers des objectifs à moyen terme de développement de l'offre – a, dans l'intervalle, imprimé une forte impulsion à la demande. Pour les autres pays, cet essor de la demande a été renforcé par l'amélioration de la compétitivité liée à la hausse vigoureuse du dollar depuis 1980.

De l'autre côté, les avantages tant attendus du processus de désinflation se sont fait sentir plus nettement l'année dernière. Le rythme moyen de hausse des prix à la consommation est tombé temporairement à un minimum de 4% en milieu d'année, alors que la baisse des prix pétroliers commençait à faire sentir ses effets. Comme l'expansion de la masse monétaire nominale s'est poursuivie à une allure satisfaisante, le volume des dépenses a commencé de croître tant aux Etats-Unis que dans les autres pays. Les dépenses de consommation ont notablement contribué à l'accélération globale de la croissance de la demande. Le mouvement a été amplifié, à des degrés divers, par la baisse des taux d'épargne des particuliers, due soit à une nécessité moindre de compenser l'érosion de l'épargne provoquée par l'inflation, soit à l'effet du recul des taux d'intérêt sur le patrimoine et la dépense.

Hors des Etats-Unis, la compression des dépenses budgétaires a continué dans de nombreux pays, dans le cadre d'une politique structurelle à moyen terme visant à réduire ou à limiter la dimension du secteur public et, en même temps, l'importance des déficits existants. L'accroissement du déficit budgétaire structurel aux Etats-Unis peut avoir renforcé, par son influence sur les taux

* A la suite de sa décision de participer à part entière aux Accords généraux d'emprunt du FMI, la Suisse est devenue membre de plein droit du Groupe des Dix au mois d'avril 1984.

d'intérêt, les efforts entrepris par les pays européens pour poursuivre les compressions budgétaires, tout en permettant à certains mécanismes automatiques de reprise inhérents à la désinflation d'accélérer l'expansion de la production. Enfin, la modération des pressions salariales, conjuguée à l'incidence à court terme de l'expansion de la production sur la productivité, a contribué, par le biais des coûts unitaires, à amplifier le ralentissement général de l'inflation.

Ce concours inhabituel de circonstances, qui s'est traduit l'an passé par des résultats réjouissants à court terme, a néanmoins soulevé pour l'avenir deux questions importantes et interdépendantes. Tout d'abord, comment poursuivre la désinflation en présence d'une relance de la demande? Et, ensuite, la divergence entre les perspectives à moyen terme aux Etats-Unis et dans le reste du monde ne risquait-elle pas de provoquer des déséquilibres de nature à compromettre le mouvement de reprise?

En ce qui concerne la première de ces questions, l'élément le plus important à considérer semblerait être l'évolution des salaires. Il est difficile de juger, en se fondant uniquement sur les statistiques à l'état brut, si le processus de désinflation a engendré des modifications durables, même s'il est maintenant démontré que dans quelques pays, tels que le Japon et l'Allemagne, les salaires ont fait preuve d'une modération remarquable depuis pas mal de temps. Cependant, comme les gains de productivité ne sont pas exceptionnellement élevés au stade actuel du cycle, il conviendra surtout de poursuivre les efforts de modération des revenus salariaux nominaux pour maîtriser les coûts unitaires.

L'autre menace qui pèse sur la reprise mondiale résulte de l'orientation de la politique budgétaire des Etats-Unis, qui se révèle manifestement inadéquate dans la situation actuelle. Aux Etats-Unis mêmes, la nécessité d'une réduction rapide et sensible du déficit budgétaire structurel de l'Etat s'impose de façon d'autant plus urgente que ce pays s'achemine, à un rythme inattendu, vers le plein emploi. Faute de corriger cette situation, un conflit durable entre la demande de crédit du secteur privé et celle du secteur public, accompagné de pressions à la hausse sur les taux d'intérêt, semble plus ou moins inévitable. Une autre menace pour une croissance équilibrée réside peut-être dans l'aggravation du déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis, avec, comme conséquence, une instabilité encore accrue des cours de change.

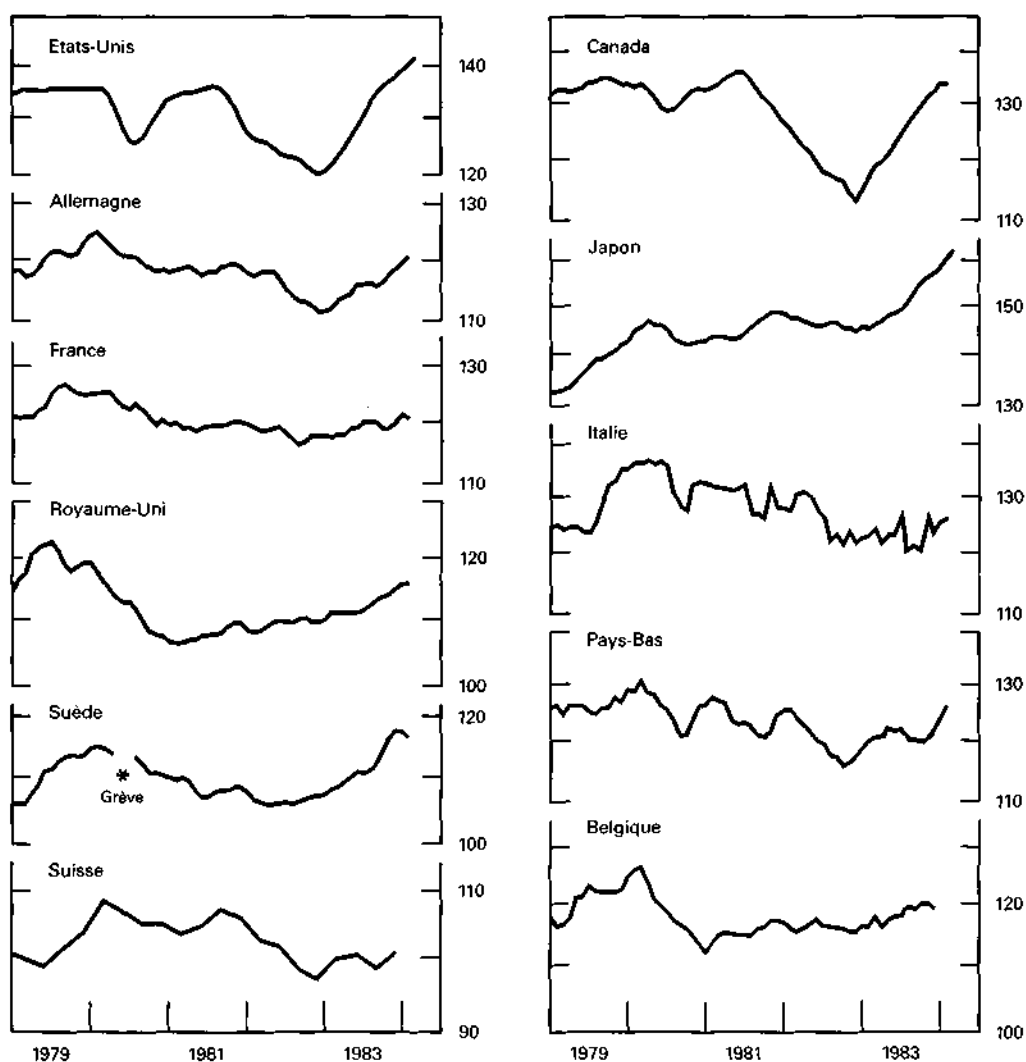
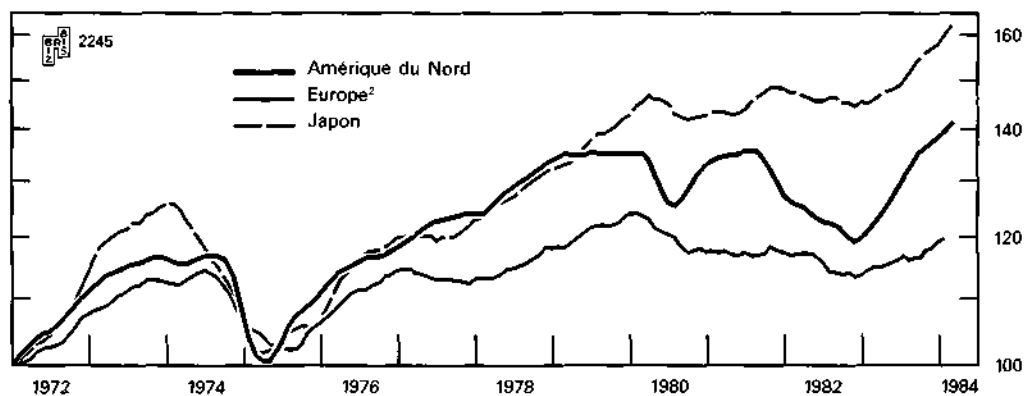
La reprise: demande et production

Dans les pays du Groupe des Dix, le PNB réel a progressé d'environ 2½% en 1983. Cependant, une mesure plus précise de l'ampleur de la reprise est sans doute donnée par l'accroissement de la production entre le quatrième trimestre de 1982 et celui de 1983, estimé à plus de 4% en moyenne.

Ce résultat représente le taux d'accroissement global le plus élevé depuis le redémarrage de l'activité, en 1975-76, après la récession induite par le premier choc pétrolier. A ce moment-là, la reprise en Europe étant davantage synchronisée avec celle des autres pays, l'expansion de la production avait été

Production industrielle¹

Décembre 1971 = 100



¹ Moyennes mobiles trimestrielles; pour l'Amérique du Nord et l'Europe, les indices ont été pondérés sur la base des PNB de 1982. ² Comprend l'Allemagne, la Belgique, la France, l'Italie, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.

légèrement plus rapide au cours de la première année du mouvement ascendant — quelque 5½% entre les deuxièmes trimestres de 1975 et de 1976. Mais surtout, le processus qui a conduit de la récession à la reprise a été beaucoup plus étalé dans le temps cette fois-ci qu'il y a neuf ans. En termes de production industrielle (voir le graphique de la page 10), ce n'est pas avant la fin de l'an passé que, dans les pays du Groupe des Dix, elle a retrouvé le niveau qu'elle occupait déjà près de quatre ans auparavant, bien qu'en moyenne la récession ait débuté de façon moins abrupte après 1979.

Rôle directeur des Etats-Unis. Ce sont incontestablement les Etats-Unis qui ont conduit le mouvement de reprise mondiale. Avec un taux de progression annuel de 6¾% au cours des quinze premiers mois qui se sont écoulés depuis le creux de la récession, l'expansion de la production en 1983 n'a été que légèrement inférieure à celle qu'on enregistrait généralement à ce stade des cycles précédents. D'autre part, l'incidence exercée par la reprise américaine sur le reste du monde a été plus forte qu'habituellement, en raison surtout de la perte de compétitivité que l'appréciation du dollar fait subir aux Etats-Unis depuis 1980.

De prime abord, il semblerait que l'effet stimulant exercé par le déficit croissant du budget fédéral américain constitue le facteur essentiel de la reprise économique. Une analyse plus approfondie révèle cependant que, tout en étant important, et peut-être prédominant, cet effet n'a probablement pas été le seul facteur d'influence. En tout cas, l'orientation de la politique budgétaire a également exercé une influence dans un sens différent, comme l'a montré l'analyse plus approfondie présentée dans le Rapport de 1983. En effet, on s'attendait que les déficits exceptionnels se prolongent même au-delà de la période habituelle de stimulation anti-cyclique de la conjoncture. En outre, en présence d'une politique monétaire visant à réduire progressivement l'inflation, il semble que cela ait déclenché l'apparition prématurée d'une période de taux d'intérêt très élevés. Les projets de réductions fiscales ayant été progressivement menés à bien au cours des années 1981-83, il est fort possible que ce dosage des moyens d'action ait accentué dans un premier temps la récession.

Au cours de l'été 1982, devant le ralentissement sensible de l'inflation, les responsables de la Réserve fédérale ont entrepris d'abaisser les taux d'intérêt, mouvement qui s'est poursuivi jusqu'à une époque assez avancée de 1983. Cependant, lorsque la reprise s'est finalement amorcée à la fin de 1982, les taux d'intérêt se situaient toujours à un niveau relativement élevé, surtout en termes réels, mais ils n'ont pas pour autant entravé sérieusement la reprise. Les dépenses d'investissement réelles des entreprises se sont, en effet, accrues de près de 13% au cours des quatre trimestres suivants — soit à un rythme sensiblement plus rapide que lors des cycles précédents. Il est certain que l'amélioration du régime fiscal de l'investissement fixe a joué un rôle important à cet égard. Il convient d'ajouter que les niveaux élevés des taux d'intérêt n'ont pas, jusqu'à ces derniers temps, vraiment freiné l'investissement dans le logement, dont l'expansion a presque atteint 40% tant d'un quatrième trimestre à l'autre que sur l'ensemble de l'année 1983.

Les taux d'intérêt réels élevés ont constitué en même temps un élément important, mais pas exclusif, de la hausse du dollar. La perte de compétitivité qui en est résultée a très probablement joué un rôle essentiel dans la détérioration sans précédent de la situation nette du commerce extérieur. Au second semestre de 1983, tout spécialement, les importations américaines ont fait un bond en avant, de sorte qu'au quatrième trimestre elles dépassaient de 21½% en termes réels le niveau atteint douze mois auparavant, soit une progression près de deux fois supérieure à celle qu'on enregistre normalement à ce stade du cycle. Quant aux exportations, en dépit d'un léger redressement amorcé en fin d'année (le plus gros de l'effort de réduction des importations de la part des PVD endettés venait d'être réalisé), elles ont de nouveau fortement baissé pour l'ensemble de 1983.

Bien qu'une part aussi importante de la demande ait ainsi été perdue au travers du déficit extérieur, l'expansion de la demande globale a néanmoins permis d'imprimer une forte stimulation nette à la production. Ainsi, d'un quatrième trimestre à l'autre, le revirement dans la constitution des stocks a représenté 2% du PNB. Cependant, pour l'ensemble de l'année et d'un quatrième trimestre à l'autre, ce sont les dépenses de consommation qui ont contribué le plus à l'accélération de la demande interne.

C'est là que l'influence de l'aggravation du déficit budgétaire – et, en particulier, celle de la réduction des impôts – apparaît le plus clairement. Pourtant, ici aussi, comme le montre le tableau de la page 15, d'autres facteurs semblent être entrés en jeu. Etant donné que les impôts des ménages se sont accrus à un rythme nettement plus lent que leur revenu global à la fois en 1982 et, plus spécialement encore, en 1983, la progression du revenu *disponible* des ménages a été plus rapide que celle de leur revenu réel avant impôt. De plus, le taux d'épargne a fortement baissé en 1982, en raison sans doute du recul prononcé de l'inflation. Les dépenses de consommation ont donc bénéficié très tôt d'un soutien, qui est venu s'ajouter à l'incidence bénéfique exercée certainement par le nouveau programme fiscal. Il convient de noter, en outre, que le «partage» des revenus des consommateurs entre variations de prix et variations de pouvoir d'achat se sera ressenti favorablement de l'incidence sur les prix de l'appréciation du dollar et de la baisse des cours des produits pétroliers l'an passé. On a estimé que la hausse du dollar a pu réduire d'environ 1½% la hausse des prix à la consommation au cours de chacune des années 1981 à 1983. L'intensification des gains de productivité a également pu contribuer, l'an passé, au ralentissement de l'inflation et, partant, à l'accroissement des revenus réels des consommateurs.

En résumé, l'incidence directe du budget n'explique qu'en partie la reprise américaine en 1983. Cette conclusion semble être corroborée par le fait que – comme le montre le tableau de la page 13 – les dépenses publiques directes de biens et services ont été fort limitées jusqu'à présent, malgré l'augmentation programmée des dépenses militaires. Il est possible, cependant, que ces dernières se reflètent actuellement dans une certaine mesure dans la constitution des stocks. En outre, les chiffres enregistrés pour la consommation publique

**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 des stocks ² |
|---|----------------------|---------------------------------|---------------|--------------------|---------------------------------|--------------------|----------------|--------------|--------------|--|
| | | | secteur privé | secteur public | secteur privé | | secteur public | | | |
| | | | | | investissements productifs | logement | | | | |
| variations annuelles en volume (en %) | | | | | | | | | | |
| Etats-Unis . . . | 1980 | - 0,3 | 0,5 | 2,2 ³ | - 2,4 | -20,3 | | 8,8 | - 0,2 | - 0,8 |
| | 1981 | 2,6 | 2,7 | 0,8 ³ | 5,2 | - 5,2 | | 0,4 | 7,3 | 0,9 |
| | 1982 | - 1,9 | 1,4 | 1,8 ³ | - 4,7 | -15,3 | | - 7,8 | 1,4 | - 1,2 |
| | 1983 | 3,3 | 4,2 | 0,5 ³ | 1,4 | 39,4 | | - 5,8 | 7,2 | 0,5 |
| | 1983 IV | 6,2 | 5,4 | - 2,4 ³ | 12,6 | 37,4 | | 3,0 | 21,4 | 2,1 |
| Japon | 1980 | 4,8 | 1,3 | 2,9 | 8,1 | - 9,2 | - 3,6 | 18,8 | - 4,0 | - 0,1 |
| | 1981 | 4,1 | 0,7 | 5,2 | 5,6 | - 2,5 | 4,3 | 15,9 | 5,5 | - 0,1 |
| | 1982 | 3,3 | 4,2 | 2,3 | 3,6 | - 0,8 | - 0,8 | 3,5 | 2,5 | - 0,1 |
| | 1983 | 3,0 | 3,3 | 2,4 | 2,0 | - 4,7 | - 0,6 | 4,8 | - 4,7 | - 0,6 |
| | 1983 IV | 3,6 | 2,3 | 2,8 | 4,0 | - 8,0 | - 2,9 | 12,2 | 3,7 | 0,0 |
| Allemagne fédérale | 1980 | 1,9 | 1,4 | 2,6 | 3,5 | 3,3 | 1,8 | 5,6 | 3,9 | - 0,6 |
| | 1981 | - 0,3 | - 1,2 | 1,5 | - 2,8 | - 4,5 | - 8,7 | 8,7 | 1,3 | - 1,2 |
| | 1982 | - 1,1 | - 2,2 | - 1,0 | - 4,4 | - 4,2 | - 9,3 | 3,7 | 0,8 | 0,3 |
| | 1983 | 1,3 | 1,0 | - 0,2 | 4,8 | 4,7 | - 8,3 | - 0,9 | 0,8 | 0,7 |
| | 1983 IV | 2,9 | 1,5 | 1,3 | | 5,1 ⁴ | | 2,7 | 7,3 | 1,9 |
| France | 1980 | 1,1 | 1,5 | 1,8 | 5,3 | - 4,1 | 0,9 | 2,4 | 7,2 | 0,4 |
| | 1981 | 0,2 | 2,0 | 2,2 | - 0,7 | - 0,9 | - 1,7 | 5,3 | 1,6 | - 2,0 |
| | 1982 | 2,0 | 3,5 | 2,5 | 0,6 | - 7,4 | 5,5 | - 2,2 | 6,3 | 1,6 |
| | 1983 | 1,0 | 1,0 | 1,8 | - 1,8 | - 2,4 | 2,1 | 3,6 | - 0,9 | - 0,9 |
| | 1983 IV | 0,7 | 0,7 | 1,3 | 1,3 | - 3,2 | - 3,8 | 4,2 | 0,8 | - 0,7 |
| Royaume-Uni ⁵ | 1980 | - 2,6 | - 0,5 | 1,5 | - 3,0 | -10,3 | - 7,6 | - 0,1 | - 4,1 | - 2,5 |
| | 1981 | - 1,4 | 0,2 | - 0,3 | - 4,7 | -17,4 | -15,0 | - 2,0 | - 3,4 | 0,3 |
| | 1982 | 1,9 | 1,3 | 1,4 | 9,2 | 6,1 | 0,1 | 1,2 | 3,8 | 0,7 |
| | 1983 | 3,0 | 3,9 | 3,2 | - 1,3 | 21,9 | 13,2 | 0,8 | 5,0 | 0,7 |
| | 1983 IV | 3,2 | 3,1 | 2,9 | - 0,7 | 20,1 | 12,1 | 3,9 | 10,8 | 1,7 |
| Italie | 1980 | 3,9 | 4,3 | 2,1 | | 9,4 ⁴ | | - 4,3 | 8,3 | 2,1 |
| | 1981 | 0,2 | 0,5 | 3,3 | | 0,6 ⁴ | | 5,2 | - 5,3 | - 3,1 |
| | 1982 | - 0,4 | 0,5 | 2,4 | | - 5,3 ⁴ | | 0,8 | 2,1 | 0,0 |
| | 1983 | - 1,2 | - 0,5 | 2,8 | | - 5,3 ⁴ | | 3,8 | 0,8 | - 1,2 |
| | 1983 IV | 1,2 | 0,4 | 0,4 | | - 2,1 ⁴ | | 11,1 | 7,1 | 0,0 |
| Canada | 1980 | 1,0 | 1,0 | 0,8 | 7,4 | - 5,7 | 0,9 | 1,9 | - 2,0 | - 1,9 |
| | 1981 | 3,4 | 1,9 | 0,5 | 7,6 | 5,1 | 2,3 | 2,8 | 3,8 | 1,0 |
| | 1982 | - 4,4 | - 2,1 | 0,5 | -11,2 | -23,1 | 3,3 | - 1,6 | -11,3 | - 2,8 |
| | 1983 | 3,0 | 3,0 | 0,3 | -12,2 | 27,5 | 2,9 | 6,5 | 8,7 | 2,4 |
| | 1983 IV | 7,5 | 4,5 | 1,8 | - 8,3 | 15,9 | 3,6 | 21,8 | 21,4 | 4,4 |
| Pays du Groupe des Dix ⁶ . . . | 1980 | 1,1 | 1,0 | 2,2 | | - 1,3 ⁴ | | 5,6 | 1,3 | - 0,5 |
| | 1981 | 1,8 | 1,4 | 1,4 | | 0,8 ⁴ | | 4,8 | 1,6 | - 0,1 |
| | 1982 | - 0,4 | 1,3 | 1,4 | | - 3,4 ⁴ | | - 0,3 | 1,5 | - 0,4 |
| | 1983 | 2,5 | 2,9 | 1,1 | | 3,1 ⁴ | | 1,0 | 2,2 | 0,2 |
| | 1983 IV ⁷ | 4,5 | 3,7 | - 0,4 | | 7,7 ⁴ | | 6,7 | 11,2 | 1,5 |

¹ Les chiffres de 1983 et de 1983 IV sont encore provisoires. ² En % du produit national brut de l'année précédente.
³ Investissement public compris. ⁴ Montant total de l'investissement fixe. ⁵ Les chiffres du PNB indiquent les variations de l'estimation moyenne. ⁶ Pondérations et taux de change pour 1982. ⁷ Les sept plus grands pays seulement.

traduisent des versements exceptionnels d'aides à l'agriculture durant l'hiver 1982-83.

Quoi qu'il en soit, pour les autres pays, les effets directs à court terme de la reprise américaine sur la demande ont été plus sensibles qu'au cours des

périodes similaires antérieures. Les effets indirects — notamment ceux qu'exerce le niveau élevé des taux d'intérêt et la nécessité qui en résulte d'adopter une politique monétaire prudente devant l'affaiblissement du taux de change — ont, en revanche, agi en sens opposé. Comme, en outre, les taux d'intérêt américains se sont de nouveau orientés à la hausse au début de 1984, les effets secondaires défavorables de la politique américaine vont rapidement jouer un rôle prédominant.

Signes de reprise en Europe et au Japon. Même dans ces conditions, on peut affirmer d'une manière générale que, l'an passé, la balance des paiements a exercé un effet net positif sur la demande du reste du monde et un effet contraire sur celle des Etats-Unis. Ce contraste peut subsister. En effet, si, aux Etats-Unis, la maîtrise de la situation budgétaire est devenue un sujet de préoccupation croissante, le reste du monde n'a cessé de lutter à la fois contre les déficits du secteur public et la tendance à l'accroissement constant de la dimension de ce secteur.

En outre, l'amorce de la reprise dans beaucoup d'autres pays ne semble pas être due simplement au fait que le stimulant extérieur net fourni par les Etats-Unis a été plus vigoureux que l'incidence exercée à court terme sur la demande par le resserrement de la politique budgétaire interne. Ou plutôt, la nécessité de s'attaquer aux problèmes budgétaires structurels et de poursuivre la lutte contre l'inflation doit être considérée comme un préalable essentiel à une reprise saine. En fait, on a constaté l'année dernière l'existence de facteurs spontanés qui épaulaient le mouvement de reprise. Au Royaume-Uni, ces forces ont joué un rôle prédominant et ont certainement été antérieures à la reprise américaine.

On en veut pour preuves l'accroissement de la part des variations de la demande nominale, qui s'explique par des augmentations de volume, ainsi que l'évolution de l'épargne des ménages. Au Canada et au Royaume-Uni, la réduction de la propension à épargner a été particulièrement forte et, dans le cas britannique, elle s'est manifestée dès 1981 et 1982. Au Royaume-Uni, le taux d'épargne a accusé une forte baisse sur trois années, puisqu'il est tombé d'un maximum de 14½% en 1980 à 8½% environ l'an passé.

Il est pratiquement certain que le recul des taux d'épargne est dû, en partie tout au moins, à la réduction de l'inflation elle-même. Ce phénomène repose sans doute sur un double mécanisme. En premier lieu, l'atténuation de l'inflation se traduit par un ralentissement du rythme de la perte de valeur réelle de certains actifs financiers. En second lieu, le mouvement parallèle de réduction des taux d'intérêt nominaux entraîne des plus-values pour les détenteurs d'obligations. En outre, les marchés boursiers ont généralement connu une activité relativement soutenue l'an passé, d'où une augmentation supplémentaire des gains en capital réalisés par les détenteurs d'actifs financiers. Ces plus-values ont été probablement liées, du moins en partie, à l'évolution même du marché obligataire et peut-être également à un retour plus général de la confiance sous l'effet de la poursuite du recul de l'inflation. Il se peut aussi que la confiance des consommateurs se soit ressentie favorablement de l'amélioration des perspectives d'emploi, du moins dans certains pays.

Variations du revenu, des dépenses et de l'épargne
des ménages dans quelques pays

| Pays | Années | Revenu brut nominal | Revenu disponible nominal | Déflateur des dépenses de consommation des ménages | Revenu disponible réel des ménages | Taux d'épargne ¹ | Dépense réelle des ménages |
|---|--------|---------------------|---------------------------|--|------------------------------------|-----------------------------|----------------------------|
| variations d'un quatrième trimestre à l'autre, en % | | | | | | | |
| Etats-Unis | 1981 | 11,1 | 11,1 | 7,5 | 3,4 | 1,5 | 1,7 |
| | 1982 | 4,6 | 5,1 | 4,9 | 0,2 | -2,1 | 2,5 |
| | 1983 | 7,7 | 8,8 | 3,4 | 5,2 | 0,0 | 5,4 |
| Japon ² | 1981 | 7,3 | 6,0 | 4,8 | 1,1 | 0,5 | 0,7 |
| | 1982 | 5,2 | 4,6 | 2,8 | 1,8 | -2,0 | 4,2 |
| | 1983 | 5,7 | 4,6 | 1,5 | 3,1 | -0,5 | 3,3 |
| Allemagne fédérale . . . | 1981 | 5,1 ³ | 6,3 | 6,6 | -0,3 | 0,9 | -1,4 |
| | 1982 | 3,3 ³ | 1,0 | 4,8 | -3,6 | -1,1 | -2,5 |
| | 1983 | 5,3 ³ | 3,5 | 2,5 | 1,0 | -0,5 | 1,5 |
| France | 1981 | 17,7 | 17,4 | 13,1 | 3,6 | 1,0 | 2,5 |
| | 1982 | 11,5 | 10,8 | 8,7 | 1,9 | -0,8 | 3,3 |
| | 1983 | 9,2 | 9,8 | 9,6 | 0,2 | -0,2 | 0,7 |
| Royaume-Uni | 1981 | 8,2 | 7,3 | 11,2 | -3,5 | -3,7 | 0,7 |
| | 1982 | 7,7 | 7,2 | 6,8 | 0,4 | -2,6 | 3,4 |
| | 1983 | 7,8 | 8,1 | 4,9 | 3,1 | -0,1 | 3,1 |
| Canada | 1981 | 17,4 | 16,5 ⁴ | 11,1 | 4,9 | 3,3 | 0,1 |
| | 1982 | 6,4 | 7,2 ⁴ | 10,2 | -2,7 | -0,5 | -1,3 |
| | 1983 | 6,6 | 5,6 ⁴ | 4,6 | 1,0 | -2,0 | 4,5 |

¹ En points de pourcentage. ² Moyennes annuelles. ³ Revenu net des facteurs. ⁴ Y compris les versements d'intérêts nets.

La description globale faite, à ce stade, de la reprise hors des Etats-Unis, à savoir une combinaison de stimulants externes et de facteurs automatiques internes (résultant en partie de la désinflation), ne constitue à l'évidence qu'une généralisation. Des différences considérables sont apparues d'un pays à l'autre.

C'est ainsi que le solde extérieur net a joué un rôle quantitatif variable, dépendant tant de la part des exportations destinée aux Etats-Unis et aux marchés concurrents que des cours de change de chaque pays et de sa position concurrentielle. Par exemple, l'expansion des exportations totales du Japon, pour lequel les Etats-Unis constituent un marché important, s'est fortement intensifiée au second semestre de l'année dernière, de sorte que leur volume au dernier trimestre dépassait de 12% leur niveau de douze mois auparavant. Pour la même raison, les ventes canadiennes à l'étranger se sont également accrues – à une cadence encore plus vive, en l'occurrence près de 22%. Cependant, du fait du redémarrage très vigoureux de la demande interne, en particulier de la constitution de stocks, les importations ont progressé à un rythme identique. De même, dans des pays comme la France, la Suède, l'Espagne et la Belgique, où la baisse des cours de change a été, ces derniers temps, supérieure à la moyenne, la conjonction de l'essor des exportations et du freinage des importations a sensiblement contribué à la croissance du PNB. Ainsi, en Suède, le volume des exportations s'est accru de 11½% l'an passé et celui des importations de 1½% seulement, tandis qu'en Belgique la variation du solde extérieur réel – près de 3% du PNB – a été due principalement à la réduction des importations. Aux

Pays-Bas, l'incidence de la modération des salaires sur la compétitivité a permis d'obtenir des résultats qualitativement similaires. En revanche, en Allemagne, en Suisse et en Autriche, l'effet net de ce facteur a été négatif, du moins si l'on considère l'année dans son ensemble. Certes, le rythme de progression des exportations s'y est nettement intensifié en cours d'année, quoique en Allemagne un léger boom des stocks semble également avoir stimulé la croissance des importations.

L'action des facteurs automatiques internes, par le biais de la propension des ménages à consommer, a également varié considérablement en intensité d'un pays à l'autre. Le cas spécial du Royaume-Uni a déjà été évoqué. Il n'est toutefois pas clairement établi dans quelle mesure la baisse du taux d'épargne a été due à la poursuite de la réduction de l'inflation et à l'abolition, en 1982, du dispositif de contrôle du crédit à la consommation. Il n'en demeure pas moins que les dépenses des ménages ont joué un rôle primordial dans l'évolution de la demande l'année dernière. En Allemagne, aussi, le déblocage de certains comptes d'épargne en 1983 a probablement exercé un effet autonome sur le taux d'épargne.

A l'autre extrémité, dans plusieurs autres pays européens où l'inflation est demeurée relativement élevée — Italie, Suède, Belgique et Espagne, par exemple —, la demande n'a guère été stimulée par les dépenses des ménages.

Les modifications à court terme de la politique budgétaire ont également été différentes, l'an passé, dans les pays autres que les Etats-Unis, même si, dans une perspective à plus long terme, l'orientation générale est demeurée très restrictive. De fait, dans plusieurs pays où une telle politique était éminemment souhaitable, les autorités se sont très nettement engagées dans la voie d'une plus grande discipline budgétaire l'année dernière. Dans quelques grands pays cependant, le processus d'assainissement des finances publiques a eu tendance à marquer temporairement le pas en 1983. La gravité de la récession semble avoir été principalement à l'origine de l'atténuation de la rigueur budgétaire. Il en a clairement été ainsi au Canada, où la contraction de l'activité a été particulièrement sévère. Au Japon également, un certain nombre de mesures modestes d'allègement fiscal et d'accroissement des dépenses ont été appliquées, dans le contexte, il est vrai, d'une réduction globale du déficit budgétaire des administrations publiques exprimé en pourcentage du PNB. Une évolution semblable s'est produite en Allemagne, où les autorités ont de nouveau renforcé les incitations fiscales à l'investissement, en soulignant le caractère temporaire de ces dispositions. Comme le montre le tableau de la page 13, ces mesures ont pu contribuer, au même titre que les dispositions plus générales prises en vue d'améliorer la rentabilité, à stimuler les dépenses d'équipement des entreprises, qui ont connu une assez forte reprise l'an dernier.

Au Royaume-Uni, les emprunts du secteur public ont parfois dépassé les prévisions initiales à la fin de 1982 et au début de 1983. Pour l'ensemble de l'année 1983, les dépenses de consommation directes des administrations publiques ont progressé de 3¼%, contre 13% pour les investissements du secteur

public. La Suède, l'Autriche, la Grèce et la Norvège ont pris des mesures limitées de soutien de la demande dans un contexte, il est vrai, souvent peu favorable. (Plus récemment, un certain retour à la rigueur budgétaire s'est révélé nécessaire en Autriche.)

En Italie et en France, en revanche, une orientation quelque peu restrictive continuait de s'imposer, même en présence d'une forte augmentation du chômage. Parmi les pays plus petits, des changements importants se sont également produits dans cette direction depuis un an ou deux en Belgique, en Irlande, au Danemark et en Espagne.

Enfin, pour l'ensemble des pays industrialisés, l'évolution des importations du monde en développement a de nouveau exercé une influence quelque peu négative sur la demande. Pour la deuxième année consécutive, le volume des achats de marchandises de ces pays a diminué d'environ 2½ à 3%. En 1983, la principale cause en a été la réduction de la part des pays de l'OPEP, à la suite de la baisse des prix du pétrole en mars. En 1982, ce mouvement avait été dû principalement à l'effort d'ajustement imposé par la crise financière aux pays en développement non membres de l'OPEP. Cependant, malgré une légère reprise des cours des matières premières non pétrolières l'an passé, la baisse des prix du pétrole a été telle (voir pages 20 et 21) que les termes de l'échange des pays industrialisés se sont améliorés davantage qu'en 1982. Il ne fait donc aucun doute que le ralentissement général de la hausse des prix à l'importation a permis d'accroître, dans une certaine mesure, le revenu réel des ménages. De plus, en contribuant à réduire le taux général d'inflation, cette baisse a également élargi les possibilités de croissance réelle, dans le cadre des limites financières imposées par les politiques internes dans le monde industrialisé.

L'effet net de toutes ces influences ressort sans doute le plus nettement dans le graphique de la production industrielle de la page 10. Bien que l'Amérique du Nord ait pris la tête du mouvement de reprise, il apparaît clairement que, dans d'autres pays tels que l'Allemagne, la Suède et la Suisse, le redémarrage de l'activité s'est produit presque simultanément. De plus, son rythme plus modéré dans certains pays pourrait augurer favorablement de sa persistance à plus long terme. Au Japon, la reprise s'est amorcée au second semestre, au moment même où le Royaume-Uni connaissait lui aussi une légère accélération, après la profonde récession dont il sortait avec prudence. Plus récemment, la reprise semble s'être étendue à la Belgique et aux Pays-Bas, ainsi qu'à la Norvège. D'après les indicateurs avancés, on peut penser qu'un certain redressement de l'activité est également en cours dans plusieurs autres pays européens plus petits, et peut-être en Italie.

Chômage

Le contraste entre l'évolution économique de l'an dernier aux Etats-Unis et dans le reste du monde apparaît encore plus marqué si l'on examine les marchés du travail. En effet, non seulement les Etats-Unis sont le seul pays à avoir connu une vive reprise au sens fort du terme, c'est-à-dire avec une sérieuse réduction du chômage, mais l'ampleur de cette réduction est importante même

par rapport à leur expérience antérieure dans ce domaine. Entre les mois de décembre 1982 et 1983, le taux de chômage recensé aux Etats-Unis est revenu de 10,7% à 8,2%, ce qui équivaut à près de 2.750.000 personnes. Il a ensuite continué de fléchir, pour se situer en mars 1984 à 7,8% de la population active. Il s'agit là de la baisse conjoncturelle du chômage de loin la plus rapide jamais enregistrée depuis la reprise qui a suivi la récession de 1949. Bien que cette réduction soit en partie attribuable à l'action exercée par des facteurs démographiques sur l'accroissement de la population active, il n'en demeure pas moins qu'elle résulte surtout de l'augmentation de 4% de l'emploi civil dans le courant de l'année. Comme l'accroissement de la production globale durant cette période a été légèrement inférieur à la normale pour la première année du cycle, les gains de productivité dans l'ensemble de l'économie ont donc été relativement faibles.

Chômage

| Pays | 1974 | 1976 | 1979 | 1981 | 1982 | 1983 | 1984 mars |
|------------------------------------|--|------|------|------|------|------|------------------|
| | moyennes annuelles, en % de la population active | | | | | | |
| Etats-Unis | 5,6 | 7,7 | 5,9 | 7,6 | 9,7 | 9,6 | 7,8 |
| Canada | 5,3 | 7,1 | 7,4 | 7,5 | 11,1 | 11,9 | 11,4 |
| Japon | 1,4 | 2,0 | 2,1 | 2,2 | 2,4 | 2,7 | 2,7 |
| Allemagne fédérale | 2,7 | 4,6 | 3,8 | 5,6 | 7,7 | 9,2 | 9,0 |
| France | 2,3 | 4,3 | 6,0 | 7,8 | 8,8 | 9,0 | 9,9 |
| Royaume-Uni ¹ | 2,4 | 4,9 | 5,4 | 10,0 | 11,7 | 12,4 | 12,6 |
| Italie | 5,4 | 6,7 | 7,7 | 8,5 | 9,1 | 9,9 | 9,9 ² |
| Pays-Bas ³ | 3,3 | 5,5 | 5,1 | 9,0 | 12,6 | 17,1 | 18,0 |
| Suède | 2,0 | 1,6 | 2,1 | 2,5 | 3,1 | 3,5 | 3,2 |
| Belgique | 2,6 | 5,7 | 7,1 | 9,4 | 10,9 | 12,2 | 12,3 |
| Suisse | 0,0 | 0,7 | 0,3 | 0,2 | 0,4 | 0,9 | 1,1 |
| Pays du Groupe des Dix | 3,8 | 5,5 | 5,0 | 6,6 | 8,1 | 8,5 | 7,9 |

¹ Nouvelles séries à partir d'octobre 1979.

² Première semaine de janvier 1984.

³ Nouvelles séries à partir de janvier 1983.

Dans cette baisse du chômage, la part qui représente la contrepartie arithmétique de la lente amélioration de la productivité est souvent attribuée à la souplesse des salaires réels plus grande aux Etats-Unis que dans les autres pays, en Europe notamment. Il est cependant difficile de déterminer si cette souplesse s'est effectivement accrue ces dernières années aux Etats-Unis. Mais il ne fait aucun doute que la diminution globale du chômage constatée l'an dernier a été due aussi à la vigueur de la reprise.

Malgré le contraste entre les Etats-Unis et le reste du monde, une modification est également intervenue en 1983 dans l'évolution tendancielle du chômage dans les autres pays, particulièrement en Europe. Il semble qu'en moyenne le nombre des chômeurs n'y ait pas augmenté au deuxième trimestre et s'y soit plus ou moins stabilisé par la suite, aux alentours du niveau cependant très élevé de 10½%. En Allemagne, une diminution assez lente, mais effective, s'est amorcée au milieu de l'année, et une évolution dans le même sens s'est fait sentir un peu plus tard en Belgique. Au Royaume-Uni, toutefois, l'interruption réjouissante de la montée du chômage en début d'année n'a pas été suivie d'une

baisse notable. En France, le chômage a continué d'augmenter très lentement, alors qu'aux Pays-Bas il a nettement dépassé les précédents records de l'après-guerre, malgré un infléchissement de la forte tendance ascendante.

Dans de nombreux pays européens, le problème du chômage est aggravé par des facteurs démographiques, qui tendent à accroître la population active. Les taux d'activité continuent également d'augmenter en moyenne en Europe. Si l'on ajoute à ces facteurs le fait que la reprise a été plus lente et plus tardive et que la croissance tendancielle de la productivité est plus rapide (peut-être en partie à cause des niveaux excessifs des salaires réels), il n'est pas surprenant que la situation du chômage soit nettement différente en Europe et aux Etats-Unis.

Evolution des prix et des salaires en 1983

Au premier semestre de 1983, l'inflation a continué de baisser dans les pays du Groupe des Dix sous l'action conjuguée de plusieurs facteurs favorables. De quelque 5½% à la fin de 1982, le taux moyen sur douze mois de la hausse des prix à la consommation était tombé à 4% environ au milieu de 1983. A la fin de l'année, le rythme moyen de la hausse des prix se situait toujours légèrement en dessous du niveau enregistré douze mois auparavant, malgré le début de la reprise.

Variations des prix à la consommation

| Pays | Variations sur des périodes de douze mois s'achevant en | | | | | | | |
|--|---|--------------|--------------|--------------|--------------|------|------|------|
| | 1976 déc. | 1979 déc. | 1980 déc. | 1981 déc. | 1982 déc. | 1983 | | 1984 |
| | | | | | | juin | déc. | mars |
| | en % | | | | | | | |
| Etats-Unis | 4,8 | 13,3 | 12,4 | 8,9 | 3,9 | 2,6 | 3,8 | 4,7 |
| Japon | 10,4 | 5,7 | 7,5 | 4,3 | 1,8 | 2,0 | 1,8 | 2,5 |
| Allemagne fédérale | 3,7 | 5,4 | 5,5 | 6,3 | 4,6 | 2,4 | 2,6 | 3,2 |
| Pays-Bas | 8,5 | 4,8 | 6,7 | 7,2 | 4,3 | 2,5 | 3,0 | 3,9 |
| Belgique | 7,6 | 5,1 | 7,6 | 8,1 | 8,1 | 7,3 | 7,2 | 7,1 |
| Suisse | 1,3 | 5,2 | 4,4 | 6,6 | 5,5 | 2,8 | 2,1 | 3,4 |
| Royaume-Uni | 15,1 | 17,2 | 15,1 | 12,0 | 5,4 | 3,7 | 5,3 | 5,2 |
| Italie | 21,8 | 19,9 | 21,1 | 17,9 | 16,3 | 16,0 | 12,8 | 12,0 |
| Suède | 9,5 | 9,8 | 14,1 | 9,2 | 9,6 | 8,8 | 9,2 | 9,0 |
| France | 9,9 | 11,8 | 13,7 | 13,9 | 9,7 | 8,8 | 9,3 | 8,6 |
| Canada | 5,9 | 9,8 | 11,2 | 12,1 | 9,3 | 5,6 | 4,5 | 4,7 |
| Moyenne pondérée des pays du Groupe des Dix* | 7,7 | 11,3 | 11,4 | 9,1 | 5,2 | 4,0 | 4,5 | 5,0 |

* A l'aide de pondérations proportionnelles au PNB pour l'année 1982.

Il est certain que ces résultats favorables ont été dus en premier lieu à l'application résolue, dans de nombreux pays, de politiques de désinflation pendant les trois années précédentes. L'aspect le plus important de cette évolution a été la poursuite du ralentissement de la hausse des salaires nominaux: aux Etats-Unis, par exemple, cette hausse n'a jamais été aussi faible depuis le milieu des années soixante. De même, dans des pays comme le Japon, l'Allemagne, les

Variations des salaires nominaux

| Pays | Moyennes annuelles 1965-72 | de décembre à décembre | | | | |
|------------------------------|----------------------------------|------------------------|------|------|------|------|
| | | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 |
| | | en % | | | | |
| Etats-Unis | 6,0 | 8,0 | 8,8 | 7,3 | 5,0 | 4,3 |
| Japon | 13,3 | 5,6 | 5,3 | 5,5 | 4,9 | 3,6 |
| Allemagne fédérale | 8,3 | 4,8 | 7,5 | 5,1 | 3,9 | 3,1 |
| France | 9,6 | 13,8 | 15,4 | 16,4 | 12,6 | 9,8 |
| Royaume-Uni | 8,6 | 19,6 | 19,2 | 10,2 | 7,9 | 8,0 |
| Italie | 8,7 | 21,3 | 21,1 | 21,2 | 15,2 | 13,1 |
| Canada | 7,6 | 9,3 | 11,7 | 12,7 | 9,1 | 4,9 |
| Belgique | 9,7 | 8,4 | 10,2 | 10,3 | 4,5 | 4,0 |
| Pays-Bas | 9,7 | 4,3 | 4,1 | 4,4 | 6,6 | 0,9 |
| Suède | 9,6 | 8,4 | 11,9 | 6,8 | 6,9 | 7,8 |
| Suisse | 6,3 | 3,1 | 6,4 | 6,1 | 5,7 | 3,1 |

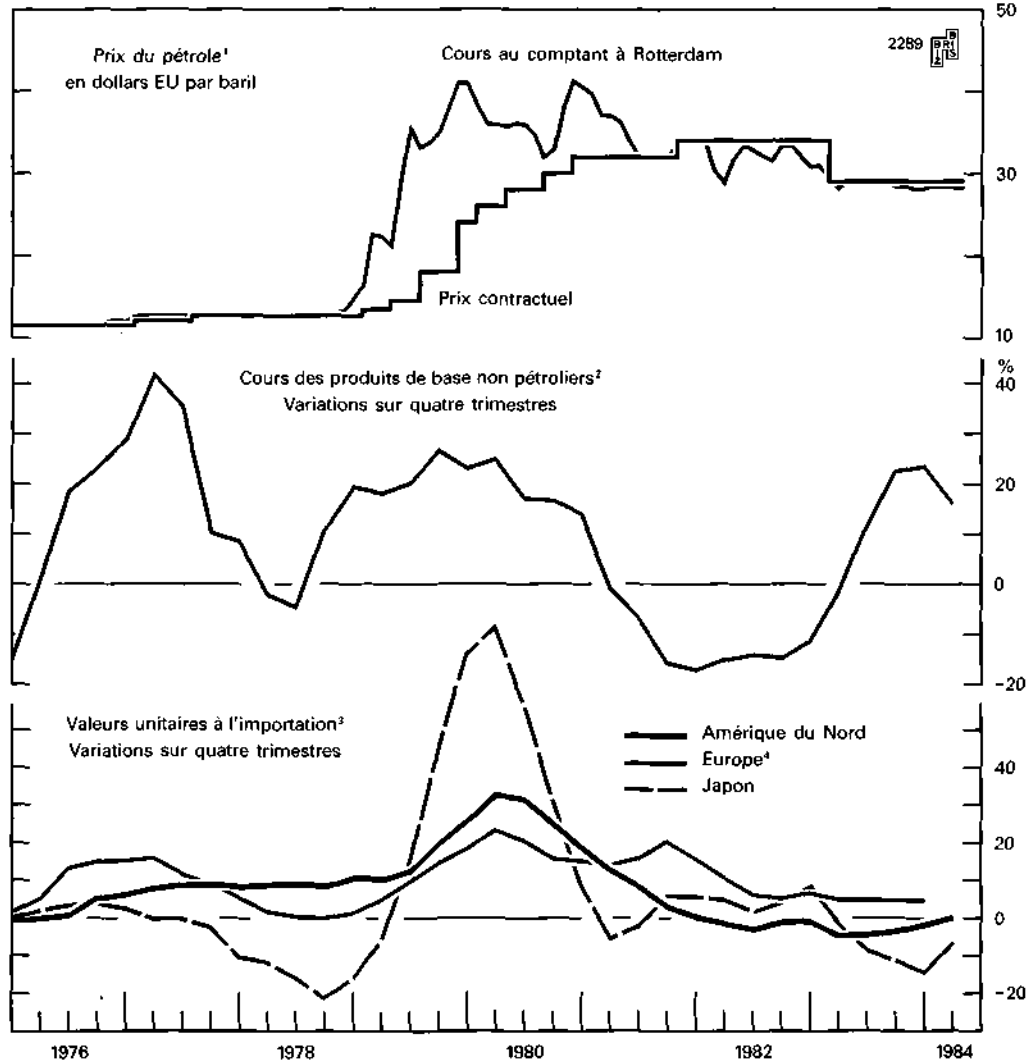
Pays-Bas et la Belgique, les récentes augmentations des salaires nominaux ont été les plus basses de ces quinze à vingt dernières années.

Lorsque cette évolution favorable des salaires nominaux s'est accompagnée d'une amélioration de la productivité, ce qui est normal au début de la phase de reprise conjoncturelle, elle s'est traduite par des résultats particulièrement avantageux sur le plan des coûts unitaires de main-d'œuvre. De fait, dans certains pays – parmi lesquels les Etats-Unis, le Japon, l'Allemagne, la Belgique, les Pays-Bas, la Suède et l'Autriche – ces coûts ont effectivement baissé dans l'industrie de transformation, soit en moyenne annuelle, soit au moins de manière ponctuelle durant l'année. Au Canada, la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre s'est pratiquement interrompue et, au Royaume-Uni, l'augmentation salubre de la productivité s'est poursuivie, malgré la faiblesse relative de la reprise et le fait que la hausse des salaires nominaux n'a pas continué à se ralentir.

A l'évidence, cette modération de l'accroissement des coûts salariaux a permis aux entreprises de nombreux pays d'élargir leurs marges bénéficiaires, ce dont elles avaient grand besoin. Autres facteurs qui ont contribué à la réduction de l'inflation, en début d'année tout au moins: l'évolution favorable des cours des denrées alimentaires et la baisse des prix du pétrole. Comme le montre le graphique de la page 21, même si à un certain moment, l'an dernier, les cours des produits de base non pétroliers se sont mis à monter de manière assez sensible, le coût global des importations ne s'est en général que légèrement accru dans les pays industriels. De fait, grâce surtout à la vigueur du dollar, les prix à l'importation ont fléchi l'an passé en Amérique du Nord, tout comme au Japon et, à un degré moindre, en Allemagne, en Autriche et en Suisse. A l'autre extrémité de l'échelle, les pays où la dépréciation de la monnaie par rapport au dollar a été supérieure à la moyenne, tels que la France, la Belgique, l'Espagne et, en particulier, la Grèce et la Suède, ont été exposés à une nouvelle hausse des coûts d'origine externe, malgré la baisse du prix du pétrole.

Il convient évidemment de se demander dans quelle mesure l'évolution à court terme, généralement favorable, des prix et des coûts décrite précédemment laisse présager à plus long terme d'importants progrès dans la lutte contre

Cours des matières premières et valeurs unitaires à l'importation



¹ Brut «Saudi Arabian light». ² Indicateur de l'«Economist», exprimé en dollars EU. ³ Pour l'Amérique du Nord et l'Europe, les indices sont pondérés sur la base du PNB de 1982. ⁴ Comprend l'Allemagne, la Belgique, la France, l'Italie, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.

l'inflation. Les événements de l'an passé ne résultent-ils que d'une conjonction fortuite de divers éléments qui n'a guère de chances de se poursuivre de manière durable? Ou bien est-ce qu'un certain nombre ou la totalité de ces facteurs – par exemple, la nouvelle réduction des hausses des salaires nominaux l'an dernier – ne risquent pas de se révéler éphémères?

La solidité de la reprise: salaires et productivité

Il ne fait guère de doute que, parmi tous les problèmes qui risquent de se poser, le fait de ne pas parvenir à consolider les succès obtenus jusqu'à présent dans la lutte contre l'inflation constituerait la menace la plus sérieuse pour la

poursuite et l'extension de la reprise. En effet, le problème de l'inflation pourrait fort bien réapparaître en raison d'erreurs de gestion, mais la politique macro-économique sera examinée séparément dans la suite de ce chapitre. Pour plus de commodité, on s'en tiendra ici au processus de désinflation amorcé il y a plus de trois ans. L'objectif fondamental de ce processus — dont la réalisation s'est révélée fort coûteuse à court terme — était de réduire durablement les comportements inflationnistes. Ce changement de mentalité devait se traduire à son tour par une amélioration de la productivité et des résultats plus satisfaisants en matière d'évolution des salaires réels et, partant, de la rentabilité. L'objectif ainsi recherché était double: stimuler, puis soutenir une croissance économique plus durable et plus saine. On examinera tour à tour dans cette section l'évolution des salaires nominaux, de la productivité et des salaires réels.

Salaires nominaux. C'est sur le marché du travail qu'on peut déceler les premiers signes d'un changement d'attitude plus durable, qu'il soit de nature spontanée ou qu'il comporte l'acceptation de normes imposées par les autorités. Quelle que soit son origine, on peut raisonnablement supposer que plus la période de modération des hausses de salaires sera longue, plus cette attitude aura des chances de se maintenir. A cet égard, un groupe de pays se distingue assez nettement dans le tableau de la page 20: le Japon, l'Allemagne, la Suisse et les Pays-Bas. Au Japon, l'inflation salariale a été assez rapidement freinée peu de temps après la forte poussée de hausse du premier choc pétrolier et elle ne s'est jamais ravivée durant le second. Le cas de l'Allemagne est tout aussi frappant. En effet, malgré une légère réaccélération de la montée des salaires pendant le second choc pétrolier, on constate à présent dans l'ensemble une nette décélération de l'évolution tendancielle de la hausse des salaires nominaux depuis l'explosion salariale de 1969 — et ce, malgré deux chocs extérieurs importants.

Il convient d'ajouter que, dans ces deux pays, ainsi qu'en Suisse, le chômage n'a pas été particulièrement élevé. De fait, au Japon et en Suisse, la modération des hausses salariales a été obtenue en présence d'un chômage faible. Même en Allemagne, le niveau du chômage, bien que sérieux, n'a pas été notablement supérieur à la moyenne. Ce n'est toutefois pas le cas des Pays-Bas, qui présentent le plus fort taux des pays du Groupe des Dix. De même, et contrairement à ce qui s'est passé dans les trois autres pays, les autorités néerlandaises sont intervenues plus directement dans le processus de formation des prix et des salaires. Elles ont institué des contrôles de prix et exercé de fortes pressions à la baisse sur les rémunérations du secteur public. Cependant, la conclusion d'un accord, en novembre 1982, entre la fédération des syndicats et les chefs d'entreprise a permis au gouvernement de réduire, l'an dernier, ses interventions directes visant à limiter les hausses de salaires du secteur privé.

En ce qui concerne les Etats-Unis, qui semblent constituer un cas à part, le tableau ne révèle de prime abord aucun développement qui sorte nettement de l'ordinaire. Les augmentations d'une année sur l'autre des salaires nominaux ont été beaucoup moins irrégulières qu'ailleurs; en tendance, elles se sont en effet inscrites en hausse graduelle entre le milieu des années soixante et la fin des années soixante-dix, et, après avoir atteint un niveau record en 1980, elles

sont revenues progressivement en dessous de 5% l'an dernier. Cette stabilité relative a été obtenue grâce au système des contrats de salaires pluri-annuels en vigueur aux Etats-Unis et, par voie de conséquence, à la souplesse d'adaptation exceptionnelle des salaires réels aux chocs extérieurs et autres facteurs de hausse des prix.

La réduction de l'inflation salariale aux Etats-Unis est intervenue, en outre, à un moment où l'économie était plongée dans une profonde récession et où l'appréciation du dollar après 1980 exerçait une influence favorable — certes temporaire — sur l'évolution des prix à la consommation. Il s'agit, d'autre part, d'une réduction par rapport à la tendance antérieure, assez régulièrement ascendante, constatée pendant la longue période d'inflation accélérée. De ce point de vue, les résultats obtenus aux Etats-Unis ont été fort impressionnants — d'autant plus que l'expansion salariale est tombée, l'an dernier, à un niveau très bas en valeur absolue. La nouvelle réduction réalisée en 1983 l'a été, de surcroît, dans le contexte d'une forte reprise de l'activité et sans intervention quelconque des autorités dans le processus des négociations salariales. Enfin, au moins à certains moments, il a été fait état d'un comportement des salaires exceptionnellement modéré, avec des réductions en valeur absolue et des annulations d'augmentations déjà convenues.

En d'autres termes — sur la base de cette analyse, qui ne tient pas compte, bien entendu, de l'orientation future de la politique — on peut considérer que les Etats-Unis ont rejoint, tardivement il est vrai, le groupe des pays à faible inflation salariale précédemment cités. Il serait donc d'autant plus important que la politique mise en œuvre ne compromette pas les progrès réalisés dans la lutte contre l'inflation.

Pour certains autres grands pays, les indications sont moins claires. Les bons résultats du Canada l'an passé n'ont été acquis qu'au terme de la très profonde récession de 1982 et alors que les salaires du secteur public s'étaient trouvés soumis à de fortes pressions à la baisse. Le cas du Royaume-Uni est plus difficile à cerner. L'orientation de la politique a été résolument anti-inflationniste, et ce, en dépit de l'absence de toute mesure de politique des revenus. Dans le même temps, les hausses de salaires ont retrouvé des niveaux jamais atteints depuis la fin de l'expérience de la politique des revenus en 1966-67, et la croissance de la productivité a été remarquablement élevée, compte tenu du rythme d'expansion de la production. Malgré cela, on n'a constaté aucune amélioration l'an dernier sur le plan des rémunérations, ce qui peut paraître d'autant plus décevant que le chômage n'a pas amorcé de tendance nette à la baisse.

L'évolution enregistrée en France et en Italie s'explique en partie par le fait que le processus de désinflation a commencé plus tard que dans la plupart des autres grands pays. Malgré le ralentissement sensible enregistré l'an dernier, le gonflement des salaires est demeuré nettement trop élevé pour être compatible avec un taux de hausse des prix acceptable. En Italie, toutefois, le gouvernement est déterminé à obtenir de nouveaux aménagements du système d'échelle mobile des salaires. En France, l'action des autorités a comporté des contrôles de prix, l'abolition de l'indexation des salaires et des limitations ou

des normes pour les hausses salariales dans les secteurs public et privé. Dans les deux pays, il convient cependant de replacer ces évolutions dans le contexte d'une récession persistante.

En Belgique, en présence de sérieuses difficultés économiques générales, le gouvernement a, dans une certaine mesure, réussi à mettre en œuvre, après plusieurs tentatives, une politique des prix et des revenus, soit sur une base volontaire, soit, en dernier ressort, par voie de décret. De même, au Danemark, l'imposition d'un blocage temporaire des salaires et des marges bénéficiaires au début de l'année dernière a permis de ramener les augmentations salariales au-dessous des niveaux enregistrés depuis 1965. Là encore, ces résultats ont été obtenus dans un contexte de crise et d'accélération du chômage. La Suède, également, a éprouvé des difficultés pour tenter de freiner l'expansion des salaires au moment où la dévaluation de la couronne contribuait à alimenter la hausse des prix et à provoquer un accroissement exceptionnellement marqué des bénéfices. En avril de cette année, les autorités ont décidé d'instituer un blocage des prix, dans le cadre d'une nouvelle tentative de réduction des hausses des coûts salariaux.

Croissance de la productivité. Le problème des coûts salariaux ne concerne pas seulement, en théorie tout au moins, les salaires nominaux. Quel que soit le taux d'accroissement des salaires nominaux, la variation des coûts de main-d'œuvre sera évidemment d'autant plus faible que l'augmentation de la production par personne employée sera plus forte. Or, les possibilités de contenir les hausses des coûts unitaires par ce biais sont assez limitées. Cependant, comme les responsables de la politique économique de nombreux pays s'efforcent de plus en plus de stimuler leur économie du côté de l'offre, il est intéressant d'examiner les résultats enregistrés récemment sur le plan de la productivité.

Comme le montre le tableau de la page 25, au cours de la période qui a suivi le premier choc pétrolier, la tendance générale à l'amélioration de la productivité a été partout moins marquée que par le passé. En Europe, le taux tendanciel moyen d'accroissement de la productivité pour l'ensemble de l'économie est revenu de près de 4½% par an entre 1960 et 1973 à moins de 2% l'an pour la période 1974-82. En Amérique du Nord, dans le même temps, l'expansion globale de la productivité s'est pratiquement interrompue, alors qu'au Japon elle ne s'est élevée qu'à un peu plus d'un tiers de son rythme antérieur.

Il est certain que ce contexte défavorable a contribué, dans une large mesure, à raviver les préoccupations suscitées par l'évolution de l'offre dans l'économie. A cet égard, la reprise de l'activité l'an dernier a fourni l'occasion à plusieurs pays, pour la première fois depuis 1976, d'observer le comportement de la productivité durant la phase ascendante du cycle, phase qui s'accompagne habituellement de gains de productivité supérieurs à la moyenne, puisque la main-d'œuvre active existante est utilisée de manière plus intensive.

En fait, les résultats obtenus l'an dernier dans ce domaine ne présentent apparemment rien de spécial. Aux Etats-Unis — où le phénomène a déjà été mentionné dans le cadre de l'analyse sur le chômage faite antérieurement — la

Evolution tendancielle de la productivité du travail

| Pays | 1960-73 | 1974-82 | 1978 | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 ¹ | Pour mémoire: | |
|------------------------------------|--|---------|------|------|------|------|------|-------------------|------------------|--|
| | variations annuelles moyennes du produit intérieur brut réel par personne employée, en % | | | | | | | | 1976 | moyenne des deux précédentes reprises ² |
| Etats-Unis | 2,1 | 0,0 | 0,4 | -0,4 | -0,7 | 1,5 | -1,0 | 2,0 | 1,6 | 2,3 |
| Canada | 2,7 | 0,2 | 0,6 | -0,8 | -1,7 | 0,8 | -1,2 | 2,3 | 3,6 | 4,1 |
| Japon | 8,4 | 3,0 | 3,8 | 3,8 | 3,8 | 3,2 | 2,1 | 1,3 | 4,4 | 10,0 |
| Allemagne fédérale | 4,3 | 2,2 | 2,8 | 2,6 | 0,9 | 0,5 | 0,7 | 3,0 | 6,3 | 5,2 |
| France | 4,9 | 2,3 | 3,5 | 3,4 | 1,0 | 1,1 | 2,0 | 1,6 | 4,5 | 5,3 |
| Royaume-Uni ³ | 2,6 | 1,1 | 2,5 | 1,7 | -2,5 | 1,5 | 3,1 | 3,3 | 2,6 | 4,2 |
| Italie | 5,7 | 1,3 | 1,6 | 3,8 | 3,1 | -0,2 | 0,0 | -1,3 | 5,1 | 6,0 |
| Belgique | 4,2 | 2,2 | 3,0 | 0,8 | 2,7 | 1,0 | 2,0 | 1,5 | 6,5 | 5,2 |
| Pays-Bas ⁴ | 4,1 | 1,3 | 1,5 | 0,7 | -1,4 | 0,5 | 0,9 | 2,8 | 5,1 | 5,6 |
| Suède | 3,5 | 0,4 | 0,9 | 2,7 | 0,7 | -0,4 | 0,6 | 2,3 | 2,7 ⁵ | 4,0 |
| Suisse | 3,1 | 0,9 | -0,2 | 1,7 | 2,7 | 0,2 | -0,6 | 1,0 | 1,9 | 3,8 |
| Danemark | 3,1 | 1,7 | 1,2 | -0,8 | -0,3 | 2,8 | 2,9 | 1,8 | 4,0 | 5,3 |

¹ Estimations préliminaires. ² Sur la base de données annuelles, en prenant comme périodes de reprise les années suivantes: 1968 et 1971 pour les Etats-Unis et le Canada; 1969 et 1972 pour le Japon, l'Allemagne, la France, l'Italie, la Belgique et le Danemark; 1968 et 1973 pour le Royaume-Uni et les Pays-Bas; 1970 et 1973 pour la Suède et la Suisse. ³ Sur la base de données relatives à la production. ⁴ Sur la base d'estimations des effectifs employés. ⁵ 1979.

Sources: Statistiques historiques OCDE et données nationales pour la production totale et l'emploi.

productivité de l'ensemble de l'économie s'est accrue de 2% en moyenne annuelle et d'un peu plus de 2½% d'un quatrième trimestre à l'autre. Ce dernier chiffre est peut-être le plus significatif, en ce sens que la vitesse du mouvement de reprise – un peu plus de 6% en termes de PNB – s'est accélérée au cours de cette période. La croissance de la productivité a donc été bien inférieure l'an dernier à celle qui avait été enregistrée pour la première année de reprise après le premier choc pétrolier (4%) et légèrement supérieure seulement à la moyenne de la période 1960-73. Pour le Canada, les comparaisons historiques sont certainement un peu plus défavorables.

Pour les autres pays, de telles comparaisons directes des résultats obtenus en matière de productivité à court terme sont moins concluantes, étant donné que la reprise y a été plus lente, ou plus tardive, voire, dans quelques cas, inexistante. Malgré tout, pour l'Allemagne et le Japon, où une reprise notable de la production s'est produite, les gains de productivité – avec 3% et 1¼% respectivement en 1983 – ont été inférieurs aux chiffres antérieurs, surtout au Japon.

Le Royaume-Uni est le seul pays où la productivité se soit nettement améliorée – depuis maintenant deux à trois ans. Malgré un taux d'expansion de la production relativement modeste, la productivité de l'ensemble de l'économie a augmenté de plus de 3% par an depuis 1981. Même en tenant compte du «bonus» dont ont bénéficié la production et la productivité par suite de l'accroissement permanent de la production de pétrole de la Mer du Nord, ce résultat est probablement proche de ceux de la période antérieure aux chocs pétroliers, sinon meilleur. On ne peut en dire autant d'aucun autre pays industriel. La sévérité des restrictions financières imposées précédemment aux entreprises semble avoir été à l'origine de l'adoption d'un nombre inhabituel de

mesures destinées à améliorer l'efficacité – sous la forme vraisemblablement d'une modification des méthodes de travail ou d'un remplacement de l'équipement.

Ailleurs, cependant, la productivité s'est située à des niveaux généralement médiocres l'an dernier. Aux Pays-Bas, un certain redressement est intervenu, mais son ampleur a été relativement modeste. En France et en Italie, la persistance de la récession a évidemment fait sentir ses effets. Dans ce dernier pays, après deux années de stagnation, la productivité a même chuté l'an dernier, faisant de 1983 l'année la plus mauvaise (à l'exception de 1975) depuis au moins le milieu des années soixante.

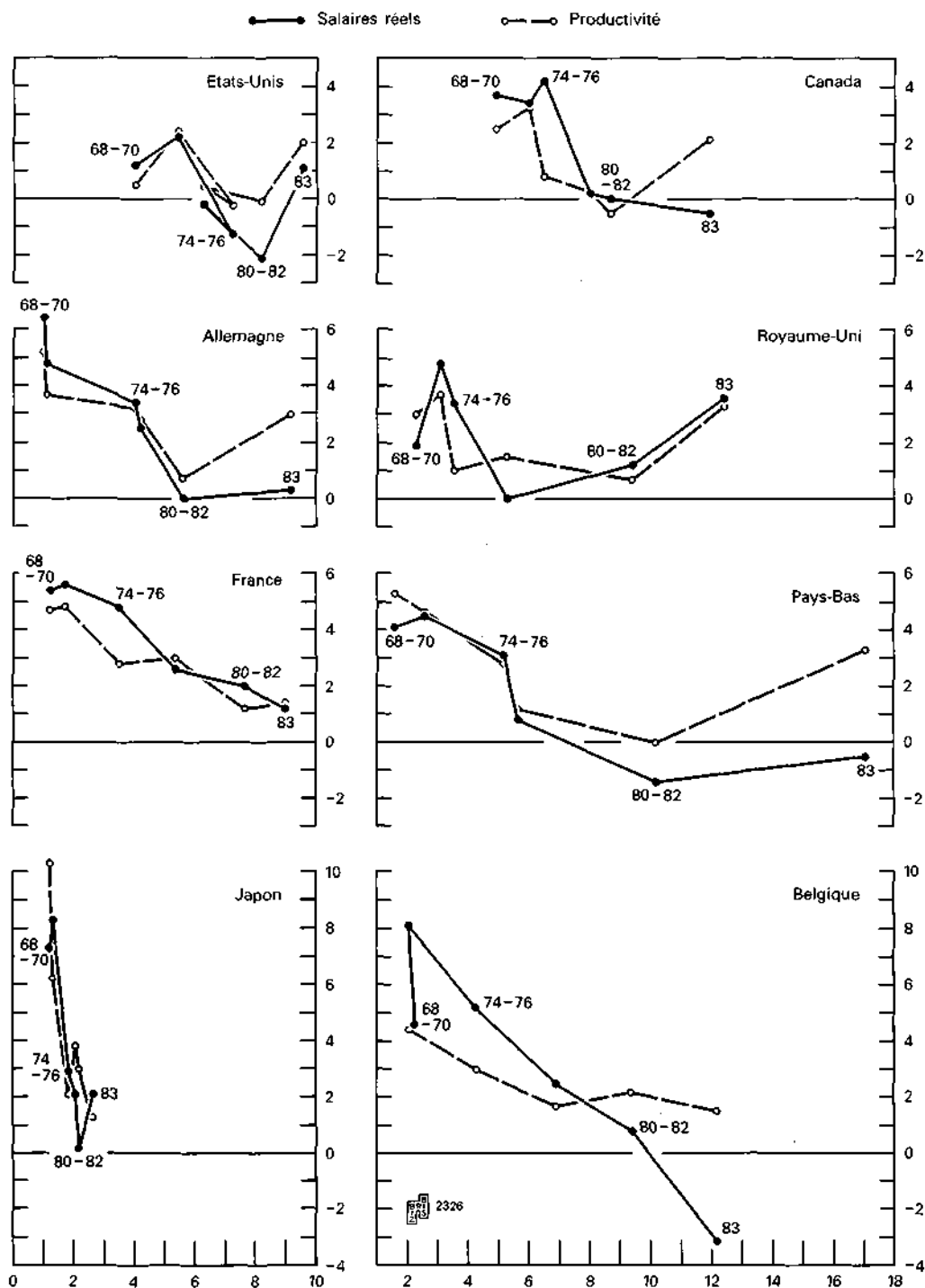
En définitive, ce tour d'horizon de l'évolution récente de la productivité donne à penser que, pour conserver la maîtrise de l'inflation pendant la période de reprise, il faudra que le comportement des salaires nominaux soit très modéré. Certes, plusieurs pays devraient encore bénéficier d'une accélération substantielle de la production et en retirer un certain avantage au niveau de la productivité, mais les résultats obtenus par les pays où la reprise est déjà forte ne plaident guère en faveur de cet argument. De toute façon, l'intensité des pressions financières qui se sont exercées sur le secteur des entreprises ces dernières années n'aura guère contribué à une thésaurisation de main-d'œuvre durant la récession.

Salaires réels. Les analyses précédentes sur les prix, les salaires nominaux et la productivité permettent, bien sûr, de dégager l'évolution des salaires réels et – dans une certaine mesure – celle de la part du profit. Ce dernier point revêt évidemment en soi une importance supplémentaire concernant la solidité de la reprise. Le graphique de la page 27 montre les variations d'un indice des salaires réels (en l'occurrence, les salaires dans l'industrie de transformation corrigés de la hausse des prix à la consommation), obtenu en effectuant une moyenne sur des périodes de trois ans depuis 1968–70, le point extrême de chaque ligne représentant l'année 1983. Les variations de la productivité dans l'ensemble de l'économie sont figurées d'une manière analogue, et ces deux types de variations sont indiqués par rapport au taux de chômage.

Le graphique montre, tout d'abord, que le ralentissement de la progression des salaires nominaux noté précédemment est allé de pair – à des degrés divers – avec le recul des gains de salaires réels. De fait, dans plusieurs pays, les salaires réels ont diminué en valeur absolue ces dernières années. Vue sous cet angle, la modération de l'évolution salariale a probablement joué un rôle assez important, bien qu'elle se soit accompagnée d'un niveau de chômage élevé et croissant.

L'un des cas extrêmes est une fois de plus le Japon, où les gains de salaires réels, qui avaient atteint antérieurement jusque 10% par an, sont revenus à près de zéro au cours de la période 1980–82, et ce, en présence d'un chômage recensé en légère augmentation seulement. Un tel degré de flexibilité des salaires réels s'imposait, il est vrai, à un moment où la productivité s'inscrivait également en forte baisse.

Salaire réels, productivité et chômage*



* Le graphique montre les variations (en %) des salaires réels (rémunérations ou taux de salaires dans l'industrie de transformation, corrigés de la hausse des prix à la consommation) et de la production par personne employée pour l'ensemble de l'économie. Ces variations sont calculées sous forme de moyennes pour des périodes de trois ans (de 1968-70 à 1980-82) et sont indiquées par rapport à des moyennes correspondantes du taux de chômage; les chiffres pour 1983 sont donnés pour une seule année.

Les chiffres relatifs aux Etats-Unis prouvent que la flexibilité notoire des salaires réels dans ce pays — mentionnée à la page 23 — n'est pas seulement le reflet de la lenteur de l'ajustement des salaires aux variations des prix. Ainsi, la ligne retraçant l'évolution des salaires réels reflète, là encore, assez fidèlement les variations de la productivité, et les indications les plus récentes permettent de penser qu'une certaine marge de manœuvre a été ménagée pour améliorer la rentabilité.

Dans les autres pays, on constate que par le passé la croissance des salaires réels s'est écartée pendant de longues périodes de celle de la productivité, d'où la nécessité de plus en plus pressante d'opérer un ajustement. Les données plus récentes suggèrent cependant qu'une certaine correction est en cours. Pour quelques pays comme le Canada, on note que les lignes de la productivité et des salaires réels se sont croisées assez récemment. Pour d'autres, on constate cependant que la croissance des salaires réels se situe depuis quelque temps en dessous de celle de la productivité; c'est le cas notamment de l'Allemagne. Dans d'autres encore — Royaume-Uni, Belgique et Pays-Bas — la nécessité d'un ajustement était peut-être plus impérieuse. Il est cependant difficile de dire dans ces trois cas, du fait même de la présence simultanée de niveaux de chômage très élevés, si un ajustement plus fondamental a été opéré — c'est-à-dire un ajustement qui se révélerait durable si la reprise venait à se prolonger et à s'intensifier.

Comme il est peu probable que la tendance séculaire à l'expansion de la productivité s'accélère sensiblement, il importe au plus haut point, pour des considérations de salaires réels aussi bien que nominaux, que le comportement des salaires demeure modéré. Les salaires nominaux représentent en effet, sur un plan comptable tout au moins, la plus grosse part des coûts et des prix globaux. La maîtrise de l'inflation, condition fondamentale d'une reprise durable, passe nécessairement par le maintien, d'une manière ou d'une autre, des augmentations de salaires nominaux à des niveaux modestes. De même, étant donné que, du point de vue de l'offre, il est tout aussi important d'accroître l'investissement pour soutenir la reprise de l'activité, l'évolution des salaires réels devra assurer le degré de rentabilité indispensable.

Solidité de la reprise: le contraste des politiques économiques

Divergences entre les politiques budgétaires dans les divers pays. Un second facteur risque de compromettre la solidité de la reprise actuelle: la perspective d'un manque persistant de concordance entre les politiques mises en œuvre. La politique économique nettement déséquilibrée menée aux Etats-Unis mêmes accroît évidemment le risque d'inflation dans ce pays. De plus, les divergences d'évolution des politiques — budgétaires notamment — suivies aux Etats-Unis et dans le reste du monde industrialisé menacent de créer une configuration insoutenable des balances de paiements. Elles détournent, en outre, l'attention de l'objectif assez général qui consiste à réduire l'importance du secteur public — dont les effets ne pourront se faire sentir pleinement que de manière graduelle dans le moyen terme, mais dont on considère qu'il revêt une importance vitale pour les chances de persistance de la reprise à plus long terme. C'est un point qu'il

importe de ne pas perdre de vue en analysant les modifications à court terme de l'orientation budgétaire. Il est, en effet, fort probable que, dans la situation actuelle, l'analyse traditionnelle de la politique budgétaire ne prenne pas en compte tous les effets de l'action des autorités – même ceux qui affectent l'évolution de la demande à court terme.

Comme le montre le tableau ci-après, il est difficile, sinon impossible, de discerner une nette différence entre les orientations budgétaires sur la seule base des données budgétaires de ces dernières années à l'état brut. Aux Etats-Unis, malgré l'apparition d'un déficit relativement élevé des finances publiques au cours des deux années passées, la situation de ce secteur ne se différencie pas nettement de celle du reste du monde industrialisé. Il apparaît même que plusieurs pays de moindre importance connaissent des difficultés manifestement plus sérieuses. De plus, la situation ne s'est que légèrement détériorée l'an dernier, l'aggravation du déficit du budget fédéral ayant été en grande partie compensée par l'accroissement de l'excédent dans le secteur des Etats et des administrations locales.

Dépenses des administrations publiques et soldes budgétaires¹

| Pays | Dépenses des administrations publiques | | | | | Solde budgétaire | | | | |
|------------------------------|--|------|------|------|-------------------|------------------|--------|--------|--------|-------------------|
| | 1978-79 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 ² | 1978-79 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 ² |
| | en % du PNB | | | | | | | | | |
| Etats-Unis | 31,3 | 33,1 | 33,5 | 36,4 | 35,4 | 0,3 | - 1,3 | - 1,0 | - 3,8 | - 4,0 |
| Japon ³ | 30,0 | 31,6 | 32,7 | 33,2 | 32,0 | - 8,5 | - 6,8 | - 7,4 | - 7,0 | - 6,9 |
| Allemagne fédérale | 49,2 | 50,2 | 51,6 | 51,8 | 50,9 | - 3,2 | - 3,8 | - 4,8 | - 4,1 | - 3,3 |
| France | 42,8 | 43,8 | 46,5 | 47,6 | 47,8 | - 1,2 | 0,3 | - 1,9 | - 2,6 | - 3,3 |
| Royaume-Uni | 42,1 | 44,2 | 45,3 | 45,6 | 45,8 | - 3,7 | - 3,5 | - 2,8 | - 2,0 | - 3,2 |
| Italie | 45,6 | 46,3 | 51,7 | 55,2 | 57,6 | - 9,6 | - 8,0 | - 11,9 | - 12,7 | - 11,8 |
| Canada | 39,4 | 40,4 | 41,1 | 45,6 | 45,9 | - 2,4 | - 2,5 | - 1,1 | - 5,3 | - 5,8 |
| Belgique | 54,3 | 57,7 | 62,8 | 63,9 | 63,2 | - 8,6 | - 11,7 | - 16,2 | - 15,5 | - 15,3 |
| Pays-Bas | 56,0 | 59,2 | 60,6 | 62,4 | 64,0 | - 4,1 | - 6,4 | - 7,2 | - 7,9 | - 8,9 |
| Suède | 60,6 | 62,3 | 65,5 | 67,8 | 68,1 | - 1,8 | - 3,7 | - 4,9 | - 6,4 | - 5,1 |
| Suisse | 27,0 | 26,6 | 25,7 | 26,5 | 26,8 | - 0,5 | - 0,4 | - 0,2 | - 0,7 | - 1,3 |

¹ Sur la base de sources et de définitions nationales. ² Chiffres provisoires. ³ Les chiffres du solde budgétaire comprennent les entreprises du secteur public.

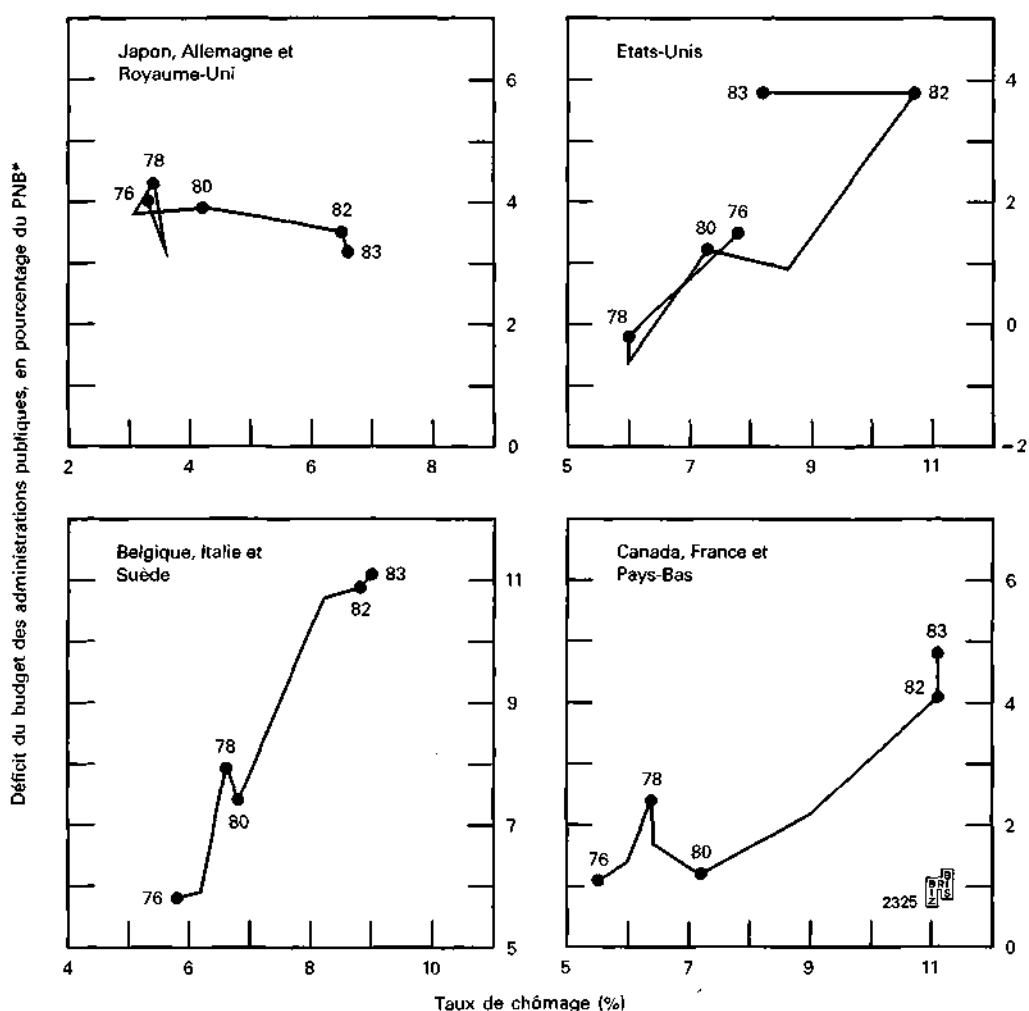
Cette analyse rapide des chiffres néglige cependant trois facteurs déterminants. Tout d'abord, elle ne tient pas compte de l'évolution de l'économie elle-même. Ensuite, elle ne fait pas la part des prévisions ou des intentions des responsables politiques pour les années à venir. Enfin, elle laisse de côté l'important problème que constitue la dimension excessive du secteur public dans nombre de pays.

Chiffrer avec précision le montant des déficits budgétaires corrigés de l'élément conjoncturel, autrement dit des déficits structurels, est une tâche notoirement malaisée. Il est toutefois possible, par des moyens très simples, de se faire au moins une idée de l'orientation relative des modifications de fond de la politique budgétaire. Le graphique de la page 30 présente, année par année, l'évolution du déficit budgétaire des administrations publiques, aux Etats-Unis et dans trois groupes de pays, par rapport au taux de chômage en fin d'année. (On a utilisé des chiffres de fin d'année pour tenir compte, dans une certaine

mesure, du décalage bien connu entre les variations de la demande et leurs répercussions sur le marché du travail.) Les points ainsi obtenus ont été reliés dans l'ordre chronologique.

L'interprétation du graphique est, qualitativement, assez simple. Les mouvements vers le bas et/ou la droite indiquent clairement un resserrement de la politique budgétaire. Le déficit du budget est réduit ou stabilisé, même en présence d'un chômage croissant. On peut penser que les effets automatiques de ce dernier sur le déficit sont compensés, et au-delà, par l'action délibérée menée en sens inverse par les autorités pour le contenir ou le réduire. De même, un mouvement vers le haut et la gauche indique que l'orientation pro-cyclique de la politique a revêtu un caractère expansionniste – le déficit budgétaire s'étant encore accru malgré la diminution du chômage.

Déficits budgétaires et chômage



* Les coefficients de pondération affectés à chaque groupe de pays sont proportionnels aux PNB de l'année 1982.

Sur la base d'une telle analyse, l'orientation de la politique budgétaire apparaît très différente de l'impression qui se dégage de l'examen des seules données à l'état brut. Le graphique en haut à droite montre que l'évolution du secteur public des Etats-Unis s'est orientée dans un sens nettement expansionniste l'an dernier, étant donné la forte réduction du chômage, dont les effets automatiques sur le budget ont été neutralisés. Il est intéressant de noter que c'est seulement l'an dernier que la politique américaine semble s'être infléchie dans un sens vraiment expansionniste, comme le montre cette analyse. En 1981, malgré la première série de réductions d'impôts décidée en application de la théorie de l'offre, le déficit avait en fait légèrement diminué, en dépit de la montée du chômage. En 1982, toutefois, devant l'augmentation simultanée du déficit et du chômage, il n'est pas possible de dire — sans se livrer à des calculs plus poussés — si l'aggravation du déficit budgétaire a été plus que neutre. En fait, on peut penser qu'il en a été ainsi et que la politique a été expansionniste tout au long des deux dernières années.

L'évolution observée dans le reste du monde industrialisé offre un contraste frappant, puisque dans l'ensemble elle est allée pratiquement dans la direction opposée. Dans trois des principaux pays, Japon, Allemagne et Royaume-Uni (qui représentent 60% environ de la production des pays du Groupe des Dix autres que les Etats-Unis), les autorités ont appliqué une politique budgétaire restrictive pendant plusieurs années, en dépit de la progression du chômage. Il est vrai, comme on l'a déjà noté lors de l'examen des influences de la demande, que les progrès enregistrés par le Royaume-Uni dans ce domaine se sont temporairement interrompus l'an dernier. Dans le même temps, cependant, plusieurs autres pays, tels que l'Italie, la Belgique et la Suède, ont quelque peu resserré leur politique budgétaire au cours des deux dernières années.

Si l'on considère l'ensemble des pays autres que les Etats-Unis — à l'exclusion cependant de quelques exceptions à la règle comme le Canada — on constate donc que l'orientation de la politique budgétaire a été fondamentalement restrictive, au sens classique du terme.

Cela dit, il convient d'apporter une précision importante. Le resserrement de la politique budgétaire a évidemment constitué un élément majeur du processus général de désinflation dans lequel le monde industrialisé s'est engagé au lendemain du second choc pétrolier. Et, comme indiqué précédemment, une réduction sensible de l'inflation entraîne, même dans un délai relativement court, une augmentation des dépenses de consommation sous l'effet de la progression du revenu réel disponible et, dans certains cas, de la baisse de la propension à épargner des ménages. Comme le ralentissement de l'inflation s'accompagne également d'une baisse des taux d'intérêt, voire d'un renforcement de la position concurrentielle, le soutien de la demande peut provenir de l'investissement et des exportations. Ce comportement des dépenses a tendance à contrebalancer tout effet de contraction à court terme du resserrement budgétaire et peut contribuer à réduire l'écart temporel entre la mise en œuvre de modifications structurelles à long terme de la politique et l'apparition de leurs effets bénéfiques. D'autre part, l'indicateur de chômage utilisé sur le graphique reflète,

en l'amplifiant cependant, l'effet net de toutes les influences de la demande (de même que d'autres facteurs). Ainsi, le fait que la ligne du groupe Japon, Allemagne et Royaume-Uni soit nettement dirigée vers la droite donne à penser que l'orientation générale vers un resserrement budgétaire dans ces pays n'a pas encore été entièrement compensée, en termes de demande globale, par les effets positifs de la désinflation sur les dépenses. Il importe toutefois de considérer l'ajustement comme un processus à moyen terme comportant une affectation plus efficace des ressources dans des conditions de plus grande stabilité des prix.

Les effets automatiques exercés sur les dépenses par une désinflation réussie ne sont pas pris en compte, en principe, dans les calculs classiques des situations budgétaires corrigées de l'élément conjoncturel. Il en va de même, comme évoqué précédemment, pour l'évolution des taux de change, qui a revêtu récemment une grande importance. Il est pratiquement impossible de déterminer avec précision la part de la forte hausse du dollar des trois dernières années qui résulte simplement des différences de conception des politiques monétaires et budgétaires aux Etats-Unis et dans le reste du monde. Cependant, l'appréciation du dollar a sans doute également permis — jusqu'à présent — d'atténuer l'incidence potentielle globale de la demande par l'orientation divergente des politiques économiques dans le monde. La perte de compétitivité des prix américains a été un «gain» pour le reste du monde, sans lequel la rigueur budgétaire dans les autres pays se serait peut-être accompagnée d'un chômage encore plus élevé à court terme.

C'est là, cependant, que la distinction déjà établie entre les effets à court terme et à plus long terme de la divergence d'évolution des politiques prend tout son sens. En effet, si d'une certaine façon l'application de politiques différentes a eu, en fait, des conséquences relativement bénignes, pour quelque temps tout au moins, il semble que sur une période plus longue il pourrait en être tout autrement.

On peut donc considérer que l'orientation expansionniste de la politique américaine n'a pas été totalement inadéquate dans les toutes premières phases de la reprise conjoncturelle. Tant par son incidence directe que par le biais de la hausse du dollar, elle a contribué à alimenter une demande mondiale insuffisante, permettant ainsi aux autres pays de poursuivre leurs efforts d'ajustement sur le plan budgétaire et en matière de balance des paiements et de recueillir les premiers bienfaits de la désinflation dans le domaine des prix et de la demande. A l'évidence, l'orientation imprimée au programme fiscal des années 1981 et 1982, en vertu de la théorie de l'offre, a commencé, elle aussi, à porter ses fruits en termes d'investissements des entreprises. On estime que, sous l'effet conjugué des réductions d'impôts sur le revenu des sociétés et, surtout, du régime accéléré de l'amortissement, la charge fiscale des entreprises sera, d'ici l'an prochain, inférieure de quelque \$25 milliards au chiffre qu'elle aurait pu atteindre sans ces mesures. Sous cette forme, les modifications de la fiscalité ont permis d'améliorer sensiblement le rendement net de l'investissement des entreprises.

Mais l'ampleur du déficit des Etats-Unis et, davantage encore, la perspective d'un nouvel accroissement de sa composante structurelle ont déjà eu des

effets néfastes sur les taux d'intérêt. D'autres hausses sont à redouter si aucun correctif n'est apporté à la situation budgétaire.

Implications des prévisions de déficits budgétaires aux Etats-Unis. Le tableau ci-après indique les prévisions et hypothèses de base de l'Administration américaine, telles qu'elles figurent dans les principaux documents budgétaires publiés au début de 1984. Même à ce moment-là, la plupart des observateurs neutres avaient le sentiment qu'à moyen terme une telle succession de déficits budgétaires serait incompatible avec une croissance durable. Nombre d'experts estimaient également que la détérioration pourrait être pire que ne le prévoyaient les autorités si, par exemple, par suite de l'évolution de la situation, les taux d'intérêt venaient à monter, au lieu de baisser comme prévu, aggravant ainsi le problème du déficit.

Depuis lors, deux éléments nouveaux sont intervenus. D'abord, l'Administration a reconnu la nécessité de modifier ses projets initiaux, mais les nouvelles propositions doivent être approuvées par le Congrès. En même temps, cependant, le besoin d'agir semble être devenu plus urgent en raison de la baisse exceptionnellement rapide du chômage et de la croissance du PNB, qui a retrouvé un rythme annuel proche de 9% au premier trimestre de cette année.

Cette situation comporte des dangers évidents et interdépendants. Les taux d'intérêt risquent, en effet, de se rendre de nouveau avec, à partir d'un certain moment, l'apparition d'une surchauffe de l'économie interne. Ces deux risques pourraient être amplifiés par un «surajustement» à la baisse du dollar. Cette dernière éventualité peut paraître, de prime abord, aller à l'encontre de l'expérience récente, puisque la hausse du dollar s'est accompagnée d'un raffermissement des taux d'intérêt et d'une aggravation du déficit des paiements courants. Cependant, s'il est fort possible que les marchés des changes ne tiennent aucun compte d'un important déficit des paiements courants pendant une phase

Budget fédéral des Etats-Unis pour 1985: prévisions et hypothèses officielles

| | 1983 | 1984 | 1985 | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 |
|---|---------|--------|---------|--------|----------------------|-----------------|--------|
| Variations (en %) d'un quatrième trimestre à l'autre: | | | | | | | |
| PNB réel | 6,1 | 4,5 | 4,0 | 4,0 | 4,0 | 4,0 | 3,8 |
| Prix à la consommation | 2,9 | 4,5 | 4,7 | 4,4 | 4,1 | 3,8 | 3,5 |
| Taux de chômage, quatrième trimestre | 8,4 | 7,7 | 7,5 | 7,2 | 6,5 | 5,8 | 5,7 |
| Taux d'intérêt à court terme ¹ | 8,6 | 8,5 | 7,7 | 7,1 | 6,2 | 5,5 | 5,0 |
| Déficit du budget fédéral ² | | | | | | | |
| en milliards de dollars EU | -195,4 | -183,7 | -180,4 | -177,1 | -180,5 | -152,0 | -123,4 |
| en % du PNB | 6,0 | 5,2 | 4,6 | 4,2 | 3,9 | 3,1 | 2,3 |
| déficit moyen sur des périodes de quatre ans, en % du PNB | | | | | | | |
| 1959-62 | 1970-73 | | 1975-78 | | 1983-86 (prévisions) | moyenne 1960-73 | |
| 1,1 | 1,4 | | 2,9 | | 5,0 | 1,0 | |

¹ Bons du Trésor à 91 jours.

² Sur une base unifiée (exercice budgétaire), à l'exclusion des postes hors budget.

temporaire de reprise conjoncturelle désynchronisée, la perspective de déficits extérieurs chroniques aussi élevés qu'actuellement, voire supérieurs, pourrait les amener à reconsidérer complètement leur attitude.

Un tel scénario, surtout s'il s'accompagnait d'une chute soudaine du dollar, ne servirait manifestement pas les intérêts des Etats-Unis eux-mêmes. Il en résulterait nécessairement une recrudescence des tensions inflationnistes, tant par l'incidence directe sur les prix d'un ajustement par trop brutal du taux de change que par son impact sur la demande globale. Et comme il s'est révélé souvent difficile, dans le cadre de la procédure législative américaine, de mettre en application rapidement des réformes budgétaires profondes, les autorités monétaires n'auraient guère d'autre choix que de laisser monter les taux d'intérêt.

Il est difficile d'évaluer l'incidence que pourrait avoir à court terme une telle évolution sur le reste du monde industrialisé. Ce qui est certain cependant, c'est que la reprise s'est amorcée en Europe et au Japon lorsque les effets positifs de la désinflation et de l'engagement de réduire à moyen terme les déficits budgétaires et la part des dépenses publiques dans le PNB ont commencé à se faire sentir. Cette constatation, encourageante en soi, permet également d'espérer que d'autres facteurs de caractère plus fondamental vont entrer en jeu pour soutenir et renforcer la reprise à partir de maintenant, d'autant plus que les politiques monétaires semblent généralement conçues pour soutenir la croissance de la demande nominale. Par suite de l'amélioration déjà en cours de la rentabilité — comme le montre le chapitre suivant — les investissements des entreprises privées pourraient fort bien jouer un rôle plus actif en renforçant la demande globale à court terme et en favorisant le développement du potentiel productif à plus long terme.

A cet effet, l'importance des progrès qui doivent encore être accomplis dans l'immédiat dans la voie de la rigueur budgétaire à moyen terme peut évidemment varier selon les pays. Tout dépendra des résultats obtenus dans la lutte contre l'inflation, du degré de sous-emploi de l'économie et du volume de l'épargne du secteur privé. Cela dépendra également de la situation des paiements extérieurs et de la mesure dans laquelle l'expansion du secteur public aura été maîtrisée. Dans la plupart des pays européens, toutefois, le secteur public souffre de graves difficultés structurelles, et l'on estime généralement que leur résolution s'inscrit dans le cadre d'un programme global de renforcement et de soutien de la reprise. C'est pourquoi l'accent de la politique budgétaire a été nettement déplacé ces dernières années, pour se concentrer davantage sur le problème à moyen terme de l'offre, par opposition à l'influence à court terme sur la demande.

On peut s'attendre, par exemple, que l'obtention de progrès plus rapides dans la réduction des dépenses courantes du secteur public offre de meilleures possibilités de redressement au secteur privé et renforce les autres stimulants de l'offre dans l'économie. Cela permettrait également de corriger, dans une certaine mesure, le déséquilibre croissant entre dépenses ordinaires et dépenses d'investissement dans le montant total des dépenses publiques. On peut escompter, en outre, qu'un contrôle plus efficace du secteur public améliore les rapports

prix/coûts, particulièrement à moyen terme. Ainsi, les investissements des entreprises bénéficieraient d'un soutien plus puissant et plus durable que cela n'a souvent été le cas au cours de précédentes phases de reprise.

Dans la mesure où les autorités sauront rendre plus crédible leur détermination de poursuivre à moyen terme une politique non accommodante, l'inflation devrait également être mieux maîtrisée que pendant les années soixante-dix. De ce fait, l'orientation à moyen terme de la politique macro-économique devrait aussi apporter un soutien de plus en plus actif à la reprise. Elle devrait notamment permettre que la marge de manœuvre ainsi offerte pour une croissance modérée du revenu nominal soit utilisée de plus en plus par la croissance réelle au lieu d'être absorbée par de nouvelles hausses de prix.

Même dans ces hypothèses optimistes, les pays industriels doivent toutefois se rendre compte que le déséquilibre profond et croissant des paiements courants des Etats-Unis ne peut pas non plus persister à long terme. Un déficit d'une telle importance, même s'il peut comporter à court terme des avantages sur le plan de la concurrence pour les autres pays, affecte nécessairement les décisions d'investissement de leurs industries exportatrices et appelle, ultérieurement, des ajustements considérables des échanges commerciaux.

Dans l'immédiat, la perspective d'un relèvement des taux d'intérêt et d'une nouvelle surchauffe aux Etats-Unis est certainement plus préoccupante pour les pays en développement lourdement endettés. L'incidence des hausses de taux d'intérêt sur la charge financière de la dette risquerait d'entamer une bonne part des avantages attendus par ces pays du fait de l'accroissement de leurs recettes d'exportation.

Enfin, si l'on porte le regard au-delà de ces obstacles plus immédiats, un danger se profile, à savoir qu'une surchauffe aux Etats-Unis, de plus en plus nettement en conflit avec une politique d'agrégats monétaires destinée à contenir l'inflation, n'entraîne un retournement prématuré de la conjoncture. Si tel devait être le cas et que, parallèlement, le déficit des paiements courants demeure considérable, de nouvelles forces protectionnistes pourraient se déclencher, tant aux Etats-Unis que dans d'autres pays.

Cette énumération de préoccupations peut paraître excessivement pessimiste; elle souligne cependant l'importance d'une action bien synchronisée de la part des autorités pour préserver les résultats si chèrement acquis sur le plan de la stabilité au cours de ces dernières années de désinflation.

III. FLUX SECTORIELS ET MARCHÉS DES CAPITAUX

Faits saillants

L'évolution récente sur les marchés des capitaux a été influencée à la fois par des forces conjoncturelles et tendanciellles. En premier lieu, les ajustements à court terme dans l'économie réelle (voir Chapitre II) ont entraîné des modifications sensibles des soldes financiers par secteur et des besoins d'emprunt nets. Dans la plupart des pays, la réduction de l'épargne des ménages et un certain redémarrage de l'investissement dans le secteur du logement se sont traduits par une diminution de l'excédent de l'épargne financière, alors que pendant plusieurs années la récession avait incité les ménages à se constituer d'importants actifs liquides. De plus, sous l'effet conjugué de la reprise conjoncturelle, de la poursuite de la modération des salaires et des mesures de réduction des coûts, les bénéfices des entreprises se sont sensiblement accrus. Comme l'investissement en capital fixe est resté inférieur à l'augmentation des autres composantes de la demande, le solde financier du secteur des entreprises s'est nettement amélioré. Enfin, dans de nombreux pays, les besoins d'emprunt du secteur public, élevés par comparaison avec les cycles antérieurs, ont provoqué un gonflement constant des portefeuilles des résidents et des non-résidents en titres de la dette publique. En dépit de ces similitudes globales, les structures financières sectorielles ont été sensiblement différentes d'un pays à l'autre, et surtout entre les pays européens et les Etats-Unis.

En deuxième lieu, ce sont la vigueur de la reprise économique et les perspectives d'évolution de la politique monétaire qui ont essentiellement déterminé la mesure dans laquelle des changements dans la composition des portefeuilles ont accompagné les variations des soldes financiers dans les différents secteurs. Dans les pays en tête du mouvement de reprise, le montant total des emprunts a eu tendance à s'accroître par rapport au produit national brut, étant donné que l'augmentation de la demande de crédit du secteur privé est venue s'ajouter aux besoins de financement toujours élevés du secteur public, alors que, dans le même temps, les agents économiques s'employaient à préserver ou à renforcer leurs actifs liquides. A l'inverse, dans les pays où l'activité de l'économie réelle est demeurée relativement faible tout au long de l'année, le processus de restructuration des soldes financiers a entraîné une nouvelle réduction des emprunts globaux par rapport au produit national brut, par suite surtout de la faiblesse, voire de la baisse, de la demande de crédit du secteur privé.

En troisième lieu, certains changements se sont produits, l'an dernier, dans la composition des instruments financiers utilisés et dans le rôle de divers marchés du crédit et institutions financières. Cette évolution a été liée en partie à la reprise conjoncturelle et aux modifications structurelles des besoins de financement par secteur. Un fait important, l'an passé, a été, par exemple, le redressement des marchés des valeurs à revenu variable, qui a permis aux entreprises de nombreux pays de restructurer leur bilan sans recourir à l'emprunt, tout en renforçant leur position de solvabilité. Du fait de la détente survenue

sur le marché monétaire, les échéances des emprunts ont eu, en outre, tendance à s'allonger, moins toutefois que lors de cycles antérieurs. De plus, certains signes montrent aussi que les agents économiques continuent à chercher à se mettre à l'abri des incertitudes entourant l'évolution future des taux d'intérêt. Sur les marchés nationaux et internationaux des capitaux, l'utilisation d'instruments de la dette assortis de taux d'intérêt variables s'est encore accrue, les emprunteurs comme les bailleurs de fonds préférant éviter de contracter des engagements à taux fixe dans le compartiment du plus long terme. Il convient de mentionner également de nouvelles innovations dans la gestion de la dette publique et dans les méthodes de gestion des risques de taux d'intérêt, avec notamment les marchés à terme d'instruments financiers.

Si le processus de déréglementation et d'innovation financière peut être considéré comme une réaction aux niveaux élevés de l'inflation et des taux d'intérêt ainsi qu'aux modifications d'ordre législatif et institutionnel, il a eu à son tour des conséquences pour l'analyse de l'évolution des marchés financiers et la politique monétaire. Tout d'abord, des obstacles institutionnels édictés précédemment ont été éliminés au fur et à mesure que les forces du marché gagnaient en intensité, et l'apparition de nouveaux instruments a affecté les préférences des détenteurs de portefeuilles du secteur privé. Plus particulièrement, dans divers pays, l'action « tranchante » de la politique monétaire s'est exercée de plus en plus par l'intermédiaire des taux d'intérêt plutôt que par des techniques de rationnement du crédit. Ensuite, dans plusieurs pays, les innovations financières ont eu une forte influence sur les agrégats monétaires et de crédit, rendant ainsi plus difficiles la mise en œuvre et l'évaluation de la politique monétaire. Le présent chapitre est essentiellement consacré à certains développements ayant trait au premier aspect de ce processus et n'aborde pas les implications de politique économique ni l'impact plus spécifique des politiques qui sont examinés dans le Chapitre IV.

Variations des soldes financiers par secteur

L'amorce de la reprise conjoncturelle, survenant après une période caractérisée par une sévère désinflation et une profonde récession, s'est nettement reflétée dans la nature des modifications qui se sont produites dans les soldes financiers par secteur. Elle a été marquée généralement par une diminution de l'épargne des ménages, en liaison avec un redémarrage dans la construction de logements, ainsi que par une augmentation des marges bénéficiaires des entreprises et une certaine accélération de leurs investissements en capital fixe (qui sont analysés dans le chapitre précédent). Dans la plupart des pays, l'excédent d'épargne net des ménages a fléchi, alors que le secteur des entreprises a renforcé sa position financière nette. Ces modifications ont, à leur tour, influencé la demande de crédit des divers secteurs et l'évolution sur les marchés des capitaux, comme en attestent le montant total des fonds collectés, les instruments de crédit utilisés et les canaux d'acheminement des ressources.

Tout d'abord, en ce qui concerne le secteur des ménages, le tableau ci-après fait apparaître un renforcement assez général des excédents financiers

Soldes financiers par secteur¹

| Pays | Années | Secteur privé | | | | Secteur public ² | Reste du monde |
|------------------------------|---------|---------------|------------------------------|--------------------------|-------|-----------------------------|----------------|
| | | Ménages | Institutions non financières | Institutions financières | Total | | |
| | | | | | | | |
| Etats-Unis | 1975-76 | 4,5 | - 0,3 | 0,1 | 4,4 | - 4,1 | - 0,3 |
| | 1980 | 3,5 | - 1,3 | 0,2 | 2,4 | - 2,5 | 0,3 |
| | 1981 | 4,4 | - 1,8 | - 0,1 | 2,5 | - 2,3 | 0,2 |
| | 1982 | 4,8 | 0,1 | - 0,1 | 4,8 | - 5,3 | 0,5 |
| | 1983 | 3,6 | 0,7 | 0,1 | 4,3 | - 5,6 | 1,3 |
| Canada | 1975-76 | 4,9 | - 5,1 | 0,4 | 0,2 | - 2,5 | 2,4 |
| | 1980 | 7,8 | - 5,0 | 0,0 | 2,8 | - 2,4 | 0,4 |
| | 1981 | 8,5 | - 8,2 | - 0,2 | 0,1 | - 1,1 | 1,7 |
| | 1982 | 10,7 | - 3,9 | - 0,5 | 6,3 | - 5,4 | - 0,8 |
| | 1983 | 9,0 | - 2,3 | - 0,1 | 6,6 | - 5,9 | - 0,4 |
| Japon | 1975-76 | 11,0 | - 4,1 | 0,7 | 7,6 | - 7,4 | - 0,3 |
| | 1980 | 8,3 | - 3,5 | 0,9 | 5,7 | - 6,8 | 1,1 |
| | 1981 | 11,2 | - 3,1 | - 0,2 | 7,9 | - 7,4 | - 0,5 |
| | 1982 | 11,0 | - 3,9 | 0,6 | 7,7 | - 7,0 | - 0,7 |
| | 1983 | 10,6 | - 3,8 | 1,9 | 8,7 | - 6,9 | - 1,8 |
| Royaume-Uni | 1975-76 | 4,9 | - 0,3 | 0,0 | 4,6 | - 6,9 | 1,1 |
| | 1980 | 7,1 | 0,3 | - 0,2 | 7,2 | - 4,7 | - 1,6 |
| | 1981 | 5,3 | 1,3 | - 0,3 | 6,3 | - 3,4 | - 2,9 |
| | 1982 | 3,6 | 1,3 | 0,1 | 5,0 | - 2,6 | - 2,0 |
| | 1983 | 2,1 | 2,2 | 0,0 | 4,3 | - 3,5 | - 0,7 |
| France | 1975-76 | 4,7 | - 4,3 | 0,0 | 0,4 | - 1,3 | 0,9 |
| | 1980 | 3,2 | - 5,4 | 0,5 | - 1,7 | 0,3 | 1,4 |
| | 1981 | 4,5 | - 4,4 | 0,2 | 0,3 | - 1,8 | 1,5 |
| | 1982 | 4,8 | - 5,3 | 0,1 | - 0,4 | - 2,6 | 3,0 |
| | 1983 | 4,6 | - 3,5 | 0,6 | 1,7 | - 3,3 | 1,6 |
| Allemagne fédérale | 1975-76 | 6,2 | - 1,4 | 0,6 | 5,4 | - 4,5 | - 0,8 |
| | 1980 | 3,4 | - 3,5 | 1,2 | 1,1 | - 3,1 | 2,1 |
| | 1981 | 4,4 | - 3,0 | 1,3 | 2,7 | - 3,9 | 1,1 |
| | 1982 | 4,7 | - 2,2 | 1,3 | 3,8 | - 3,4 | - 0,4 |
| | 1983 | 2,8 | - 1,3 | 1,8 | 3,3 | - 2,7 | - 0,6 |
| Italie | 1975-76 | 15,7 | - 7,2 | 1,6 | 10,1 | -10,8 | 0,9 |
| | 1980 | 12,2 | - 8,7 | 2,0 | 5,5 | - 9,6 | 2,5 |
| | 1981 | 14,0 | - 6,6 | 2,2 | 9,6 | -13,4 | 2,3 |
| | 1982 | 15,1 | - 4,0 | 1,8 | 12,9 | -13,9 | 1,6 |
| | 1983 | 18,1 | - 3,9 | 2,0 | 16,2 | -15,8 | - 0,2 |
| Suède | 1975-76 | - 0,9 | - 6,4 | 2,3 | - 5,0 | 3,7 | 1,3 |
| | 1980 | 0,7 | - 4,5 | 3,9 | 0,1 | - 3,7 | 3,6 |
| | 1981 | 1,1 | - 3,2 | 4,6 | 2,5 | - 4,9 | 2,4 |
| | 1982 | - 0,3 | - 1,0 | 4,1 | 2,8 | - 6,4 | 3,6 |
| | 1983 | - 0,1 | | 4,0 | 3,9 | - 5,1 | 1,2 |
| Belgique | 1975-76 | 7,7 | - 1,0 | | 6,7 | - 6,9 | 0,2 |
| | 1980 | 6,2 | | 0,8 | 7,0 | -11,7 | 4,7 |
| | 1981 | 10,1 | | 1,6 | 11,7 | -16,2 | 4,5 |
| | 1982 | 9,2 | | 2,3 | 11,5 | -15,5 | 4,0 |
| | 1983 | 10,2 | | 3,5 | 13,7 | -15,3 | 1,6 |
| Pays-Bas | 1975-76 | 8,5 | - 1,9 | | 6,6 | - 4,0 | - 2,6 |
| | 1980 | 4,5 | - 0,4 | | 4,1 | - 5,9 | 1,8 |
| | 1981 | 6,9 | | 2,4 | 9,3 | - 7,4 | - 1,9 |
| | 1982 | 8,8 | | 2,6 | 11,4 | - 9,1 | - 2,3 |
| | 1983 | 7,8 | | 2,8 | 10,6 | - 8,1 | - 2,5 |

¹ Etablis sur la base de «flux financiers» ou de statistiques financières pour les Etats-Unis, le Canada, le Royaume-Uni, la France, l'Allemagne, le Japon et l'Italie et à partir de données de la comptabilité nationale dans le cas de la Suède, de la Belgique et des Pays-Bas. En raison des postes résiduels non indiqués dans le tableau, et comme certains chiffres ont été arrondis, la somme des soldes par secteur peut ne pas être égale à zéro. Les données pour 1983 sont provisoires.

² Du fait de différences dans les définitions des secteurs utilisées dans les statistiques de «flux financiers» et celles de la comptabilité nationale, les soldes financiers du secteur public peuvent être différents de ceux qui sont indiqués dans d'autres tableaux du présent Rapport.

jusqu'en 1981-82. Après le second choc pétrolier, les ménages se sont prémunis contre l'accélération de l'inflation et la montée du chômage en réduisant leurs dépenses de consommation courante et leurs investissements dans le logement. Dans certains pays, les efforts entrepris pour préserver la valeur réelle du patrimoine financier ont joué un rôle déterminant à cet égard, alors que, dans d'autres, cette attitude peut avoir été dictée surtout par la crainte d'une aggravation du chômage et par une baisse assez générale de la confiance des consommateurs. Les réactions enregistrées ont été semblables à celles qu'avait suscitées le premier choc pétrolier, à cette différence près que l'accroissement le plus récent de l'épargne a coïncidé avec un ralentissement de la hausse — et, dans certains pays, avec une baisse — des salaires réels.

L'an dernier, cette tendance s'est cependant inversée dans la plupart des pays. Du fait de la réduction de l'inflation, de l'abaissement des niveaux des taux d'intérêt et du raffermissement de la confiance des consommateurs, la consommation s'est accrue et, dans certains cas, le secteur de la construction de logements a connu un vif essor, ce qui s'est traduit par une diminution généralisée de l'excédent financier net des ménages. Au Royaume-Uni, où la reprise de la consommation et de la construction de logements a été relativement précoce, l'épargne financière nette est revenue à 2% seulement du produit national brut, et, en Allemagne, l'épargne nette des ménages a atteint son niveau le plus bas depuis au moins dix années. Une contraction sensible de l'excédent net des ménages s'est également produite l'an dernier aux Etats-Unis, et plus encore au Canada, où l'épargne de ce secteur enregistrait une forte expansion depuis la fin des années soixante-dix. A l'inverse, dans les pays qui ont adopté, ces dernières années, des mesures pour freiner la hausse des salaires réels (Italie, Belgique, Suède et Pays-Bas), les consommateurs ont réagi en réduisant leurs dépenses et en renforçant leurs positions financières.

Dans le secteur des entreprises, une augmentation de l'excédent ou une baisse du déficit s'est produite dans presque tous les pays. Cette tendance s'était déjà dessinée deux ou trois ans auparavant, mais elle était alors due principalement à une contraction de l'investissement en capital fixe et à une liquidation des stocks. En 1983, par contre, ces améliorations ont résulté d'un accroissement des bénéfices et des marges brutes d'autofinancement (autrement dit, du résultat économique brut après paiement de l'impôt et des montants d'intérêts nets). De fait, et bien que ce phénomène ne soit pas inhabituel dans les premières phases d'une reprise conjoncturelle, l'épargne financière nette des entreprises est demeurée élevée, même dans les pays où leurs investissements en capital fixe se sont légèrement redressés.

Etant donné que, dans un contexte conjoncturel, les modifications des soldes financiers des secteurs des ménages et des entreprises ont tendance à évoluer en sens inverse et à se compenser en partie, l'excédent de l'épargne de l'ensemble du secteur privé ne s'est guère modifié entre 1982 et 1983 dans la plupart des pays. Cependant, dans une perspective à plus long terme et par comparaison avec l'évolution correspondante de la balance des paiements courants et du déficit du secteur public, les variations du solde du secteur privé

traduisent, dans certains cas, la nature de l'ajustement fondamental entrepris et des politiques suivies. Au Royaume-Uni, par exemple, le déficit du secteur public a été fortement réduit entre 1975-76 et 1982-83. Comme le solde du secteur privé est demeuré à peu près constant durant cette période, il semblerait que la position budgétaire structurelle du secteur public se soit nettement renforcée et, avec elle, la position à l'égard du reste du monde. Aux Etats-Unis, comme l'épargne nette du secteur privé n'a pratiquement pas varié non plus au cours de cette période, l'élargissement du déficit du secteur public s'avère être essentiellement de caractère structurel. Au Japon et en Allemagne, l'amélioration de la balance des paiements courants a constitué un changement structurel important depuis 1980. Cela résulte surtout du renforcement du solde financier du secteur privé et de la réduction du déficit structurel du secteur public, tandis qu'en France c'est l'inverse qui semble s'être produit.

Dans trois pays européens plus petits (Belgique, Pays-Bas et Suède), il est frappant de constater qu'au cours des années la position financière nette du secteur public a subi une détérioration sensible représentant, dans le cas de la Belgique et de la Suède, près de 10% du produit national brut. Comme, dans ces trois pays, le solde de l'épargne du secteur privé s'est pratiquement accru d'autant, il est difficile d'identifier les composantes structurelle et conjoncturelle, mais l'alourdissement des déficits a posé de sérieux problèmes de contrôle de la liquidité. De même, au Canada et en Italie, l'augmentation tendancielle de l'épargne totale du secteur privé a été très forte, mais, au Canada, les «contreparties» ont été réparties de manière plus uniforme entre l'aggravation du déficit du secteur public et l'amélioration des paiements extérieurs.

Rentabilité et investissement des entreprises

Etant donné l'ambition généralement affirmée par la politique économique d'assurer un niveau d'investissement élevé et une croissance durable en termes réels, la détérioration à plus long terme des bénéfices et de la rentabilité des entreprises a suscité de vives préoccupations. Depuis l'accélération de l'expansion des salaires nominaux et réels à la fin des années soixante, les marges bénéficiaires n'ont cessé de s'amenuiser, en Europe et au Japon notamment. En Europe, cette évolution a été accentuée par la rigidité des salaires réels, la conjoncture défavorable et les hausses de taux d'intérêt après les deux chocs pétroliers. Dans certains pays, l'amoindrissement des gains de productivité a également affecté la rentabilité, alors que, dans d'autres, la préférence accordée à l'investissement de rationalisation et la diminution qui en est résultée de la part de l'investissement net et de l'expansion du stock de capital ont été considérées comme des obstacles à une croissance plus soutenue de la production.

Ces deux dernières années, toutefois, la situation s'est nettement améliorée dans le secteur des entreprises. Comme indiqué précédemment, le solde financier de ce secteur s'est renforcé dans presque tous les pays. Cela a été particulièrement vrai l'an passé, puisque tant les bénéfices que les capacités d'autofinancement se sont très nettement accrus cependant que les marges bénéficiaires augmentaient de manière substantielle.

Bien qu'une augmentation des bénéfices soit assez normale au cours de la phase initiale d'une reprise conjoncturelle, le récent redressement a été caractérisé par certains aspects exceptionnellement favorables. En premier lieu, l'amélioration des bénéfices s'est produite à un moment où le taux d'inflation continuait de baisser ou s'était stabilisé à un niveau relativement bas; elle a, de ce fait, revêtu un caractère plus «authentique» que lors de cycles antérieurs au cours desquels les plus-values nominales réalisées sur les stocks et le «sous-amortissement» du capital installé avaient joué un rôle important. En outre, l'accroissement des bénéfices par unité produite a été, dans plusieurs pays, bien supérieur à la hausse des prix, dans la mesure où une évolution plus favorable des coûts unitaires a permis un redressement notable des marges bénéficiaires. Il ressort des données disponibles que, dans certains pays (dont les Etats-Unis), les coûts unitaires ont effectivement baissé l'an passé, grâce à l'effet combiné de l'amélioration de la productivité du travail, de la modération des hausses des salaires nominaux et de la diminution des charges financières. Dans d'autres pays, où les gains de productivité et la modération des coûts salariaux ont été moins prononcés, le ralentissement de la croissance des coûts des autres facteurs a été suffisamment important pour permettre une certaine augmentation, faible certes, des marges bénéficiaires.

En deuxième lieu, l'amélioration des bénéfices s'est accompagnée d'une activité exceptionnellement intense sur les marchés boursiers, ce qui a permis une certaine progression des ratios de fonds propres (c'est-à-dire du rapport en pourcentage des fonds propres au total de l'actif de l'entreprise), qui étaient tombés dans maints pays à des niveaux minimaux au cours de la précédente récession. Dans quelques cas, le renouveau des marchés boursiers a été influencé par des mesures fiscales spéciales, mais quelques indicateurs préliminaires font également état d'une augmentation des «ratios q» (rapport entre la capitalisation boursière des fonds propres augmentée des engagements nets et la valeur de remplacement du capital installé), ce qui donne à penser que les opérateurs boursiers ont révisé en hausse leur évaluation de la rentabilité future des entreprises. Par suite de l'augmentation des émissions d'actions et de la forte progression des ressources d'autofinancement, les entreprises ont pu également restructurer leurs actifs financiers sans recourir aux marchés obligataires à long terme, ce qui a atténué l'incidence de la persistance de taux d'intérêt élevés et leur a permis, dans certains cas, de réduire leurs coûts financiers.

Dans une perspective à long terme, cependant, la situation en matière de bénéfices apparaît moins favorable. Dans plusieurs pays, les marges bénéficiaires restent inférieures à leurs niveaux antérieurs à la récession, qui eux-mêmes se situaient bien en dessous de ceux des années soixante et du début des années soixante-dix. Comme, en outre, les taux d'intérêt réels et nominaux demeurent élevés et que les indicateurs financiers traditionnels se sont détériorés durant la dernière récession, il faudra sans doute que la rentabilité et la structure des bilans des entreprises s'améliorent encore pour qu'on puisse considérer que les conditions d'une progression durable du taux d'investissement sont rétablies. Dans les sections suivantes, ces problèmes sont d'abord analysés sur la base des marges bénéficiaires et de la rentabilité ainsi qu'à partir des variations des ratios

de fonds propres et des autres indicateurs financiers. Cette analyse est ensuite complétée par un rapide tour d'horizon des difficultés et des préoccupations propres à un groupe de pays choisi.

Marges bénéficiaires et rentabilité. Comme le montrent les graphiques (pages 44 et 45), la diminution tendancielle de la marge bénéficiaire s'est accompagnée d'une baisse i) de la rentabilité de l'investissement en capital fixe (définie comme le rapport, exprimé en pourcentage, entre le résultat économique avant paiements des intérêts et des impôts et le total du capital installé) et ii) de la rentabilité financière (définie comme le rapport, exprimé en pourcentage, entre le revenu net des actionnaires après paiements des intérêts et des impôts et les capitaux propres). Cette tendance négative est surtout évidente dans le cas des Etats-Unis, de l'Allemagne et du Royaume-Uni, mais elle apparaîtrait sans doute également dans de nombreux autres pays si les provisions pour amortissements et le stock de capital étaient ajustés en fonction des hausses de prix antérieures et si les plus-values nominales sur stocks étaient exclues. D'un autre côté, il se peut que certains facteurs exceptionnels aient faussé, dans les conditions actuelles, les indicateurs de rentabilité, bien que les effets nets de cette distorsion aient été variables selon les pays. Au nombre de ces facteurs figurent notamment la constitution de provisions pour créances douteuses, le renforcement des réserves exceptionnelles, les indemnités de licenciement et l'obsolescence plus rapide de l'équipement.

Parallèlement, les graphiques révèlent aussi un accroissement tendanciel des taux d'intérêt nominaux, tant en valeur absolue que par rapport aux indicateurs de rentabilité. S'il est certain que l'investissement en capital fixe répond à des considérations justifiées davantage par l'évolution attendue de la production que par la rentabilité financière antérieure, il est généralement admis également que l'investissement réel tend à être différé si la rentabilité attendue – compte tenu des primes de risque et des incertitudes – tombe au-dessous des taux débiteurs et de la rentabilité offerte par ailleurs par les actifs financiers. De fait, dans plusieurs pays où l'attrait du placement des ressources disponibles en titres d'Etat bien rémunérés était particulièrement fort, les entreprises ont sensiblement augmenté leurs portefeuilles d'actifs financiers au cours des dernières années. Bien que les taux d'intérêt nominaux aient tendance à exagérer le coût d'opportunité de l'investissement fixe dans les pays où la rentabilité se fonde sur les coûts de remplacement courants du stock de capital (Etats-Unis et Royaume-Uni), la marge entre la rentabilité et les coûts des emprunts s'est généralement rétrécie. Etant donné l'augmentation simultanée des risques et des incertitudes, il est donc probable que le volume des projets potentiels répondant à des besoins d'investissement minimaux se soit réduit. Il se peut que ce phénomène n'apparaisse pas dans l'évolution tendancielle de l'investissement dans un avenir immédiat, mais il pourrait, en cas de nouvelles hausses des taux d'intérêt nominaux, et surtout réels, compromettre les possibilités de parvenir à une reprise durable de l'investissement.

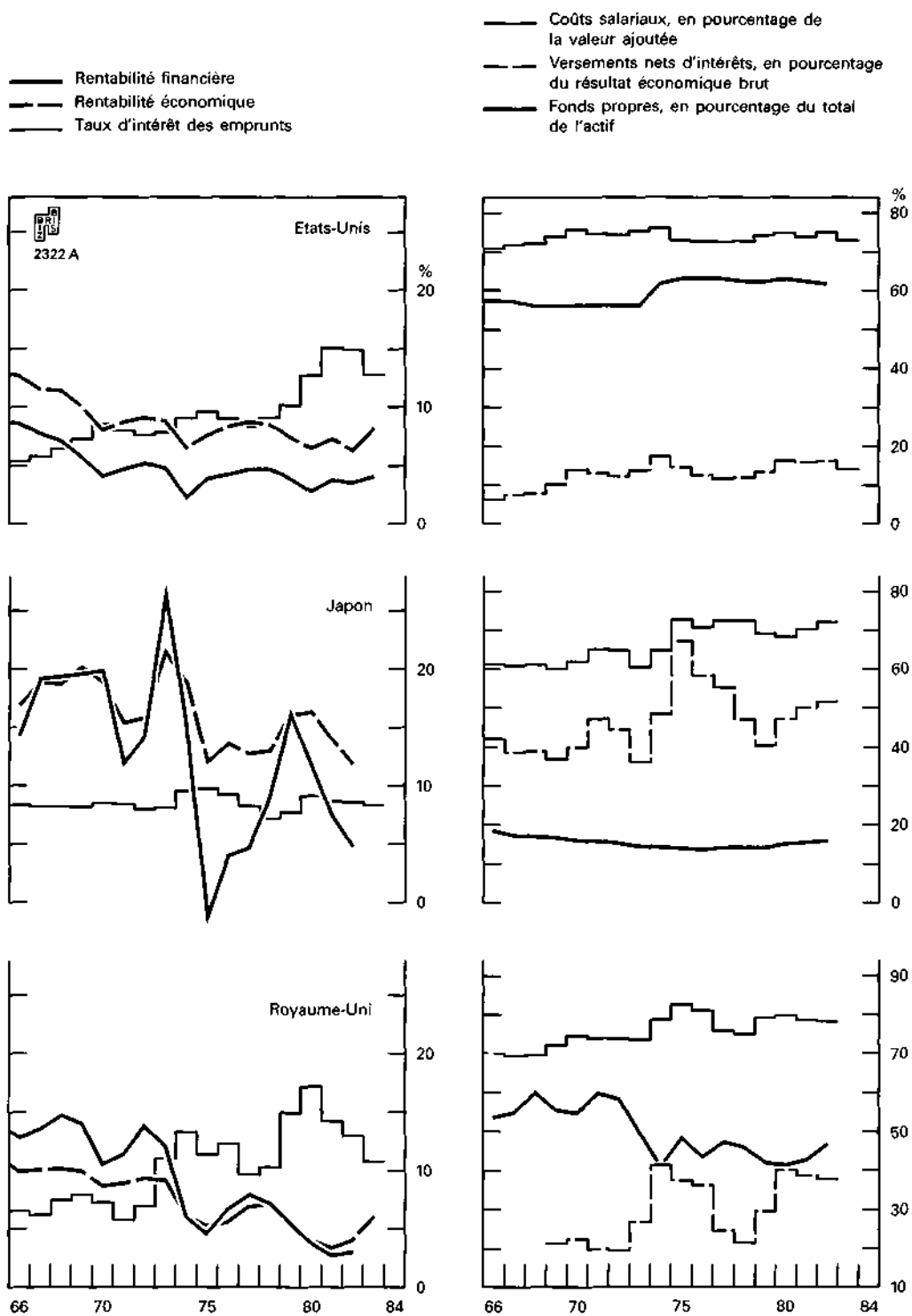
Baisse des ratios de fonds propres. Il convient de noter un autre développement de caractère général intervenu dans le secteur des entreprises, à savoir la baisse

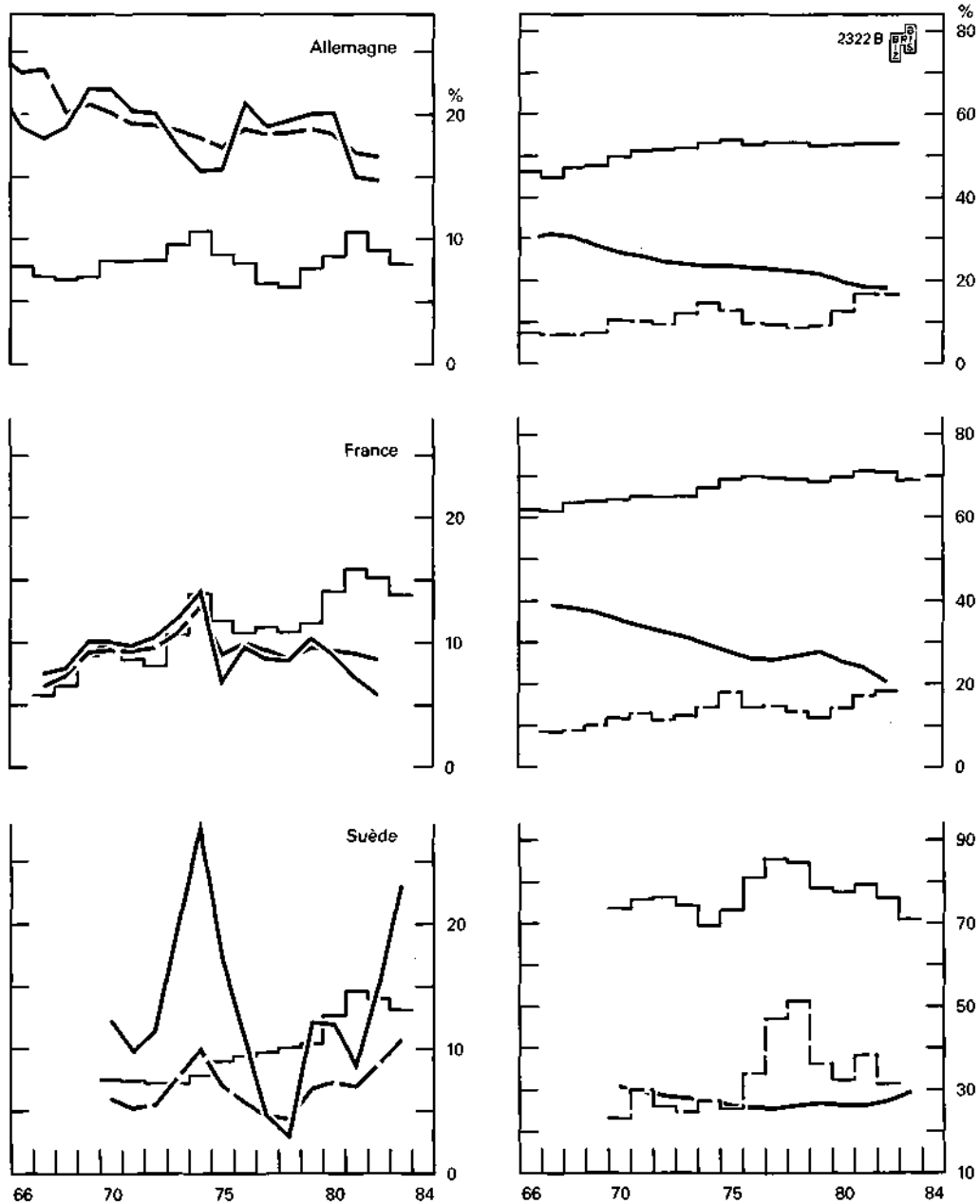
des ratios de fonds propres. Au cours des années soixante et au début des années soixante-dix, lorsque les taux d'intérêt réels étaient faibles ou négatifs, les entreprises étaient incitées dans la plupart des pays à financer leurs nouveaux investissements par un recours accru à l'emprunt. Les taux débiteurs nets d'impôt étaient bien inférieurs à la rentabilité des actifs en capital fixe, ce qui produisait un « effet de levier » positif pour la rentabilité après impôt des fonds propres. Or, après les deux chocs pétroliers, cet effet de levier s'est fortement atténué; il est même devenu négatif dans plusieurs pays pendant la plus récente période de taux d'intérêt nominaux et réels élevés.

L'examen des graphiques révèle que les ratios de fonds propres ont été fort différents d'un pays à l'autre, tant en ce qui concerne leurs niveaux que leurs évolutions. Pour des raisons historiques et institutionnelles, ce ratio a été très faible au Japon, alors qu'en Allemagne et en France il tend manifestement à décroître. Aux Etats-Unis, le fléchissement du ratio de fonds propres dans l'industrie de transformation a également suscité des préoccupations assez générales, mais, si l'on tient compte de l'augmentation des coûts de remplacement du capital installé, il apparaît que, pour l'ensemble du secteur des entreprises, ce ratio a en fait légèrement augmenté. Dans le cas du Royaume-Uni, par contre, l'évolution du ratio paraît refléter essentiellement les variations de la part représentée par les actifs financiers, de sorte que l'endettement *net*, exprimé en pourcentage du capital installé, se situe à présent à son niveau le plus faible depuis quinze ans.

En raison des différences ainsi constatées entre les pays et dans les indicateurs traditionnellement utilisés, il est difficile de tirer des conclusions générales et définitives en ce qui concerne le caractère adéquat des ratios de fonds propres existants. Il est cependant évident que la part du résultat économique brut absorbée par les versements d'intérêts s'est fortement accrue et est demeurée relativement élevée, même après la baisse des taux d'intérêt nominaux. Cette évolution souligne l'endettement massif des entreprises ainsi que leur exposition au risque de taux d'intérêt et plaide en faveur d'un renforcement de leurs fonds propres. De surcroît, une comparaison entre les pays figurant dans les graphiques donne à penser que la rentabilité financière est beaucoup plus instable dans les pays où les ratios de fonds propres sont faibles, ce qui ajoute encore à l'incertitude et aux risques auxquels sont soumises les entreprises lourdement endettées.

Autres indicateurs financiers. Un autre aspect de la structure des bilans des entreprises, en l'occurrence la persistance d'un niveau élevé d'endettement à court terme par rapport à l'ensemble de la dette, a constitué un sujet particulièrement préoccupant. Etant donné que, dans nombre de pays, les titres placés par le secteur public représentent 90% ou plus du total des nouvelles émissions de valeurs mobilières, l'« éviction » financière peut avoir entravé une restructuration souhaitable de l'endettement des entreprises. D'autre part, en raison des innovations financières — notamment le recours plus fréquent à des prêts bancaires à moyen terme assortis de taux d'intérêt variables — la signification de la distinction entre dettes à court et à long terme n'est plus la même. De plus, devant l'incertitude persistante entourant l'évolution des taux d'intérêt à long





Remarque: sur la base de la comptabilité nationale et d'échantillons de bilans de sociétés. La rentabilité économique est définie comme le rapport, exprimé en pourcentage, entre le résultat économique net et le capital installé. En Suède, les bénéfices comprennent les intérêts créditeurs et sont mesurés en pourcentage du total de l'actif. Sauf aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, l'amortissement et la valeur du capital installé sont calculés sur la base des coûts historiques. La rentabilité financière est définie comme le rapport, exprimé en pourcentage, entre les bénéfices nets après impôt et les capitaux propres. Au Royaume-Uni et en Suède, les bénéfices sont calculés avant impôt et comprennent aussi, au Royaume-Uni, les plus-values de réévaluation de l'endettement net. Aux Etats-Unis, les capitaux propres sont mesurés comme un poste résiduel, comprenant les plus-values de réévaluation du capital installé. Pour les taux d'intérêt débiteurs, les taux représentatifs suivants ont été pris en compte: taux des obligations industrielles pour les Etats-Unis, le Japon et la Suède; taux des obligations nationales pour l'Allemagne; taux des prêts bancaires à court terme pour la France et le Royaume-Uni.

terme, les entreprises ont été assez réticentes, dans la plupart des pays, à accroître leur recours au marché obligataire, préférant plutôt faire appel à des crédits à court et à moyen terme. Enfin, comme noté précédemment, de nombreuses entreprises ont renforcé leur portefeuille d'actifs financiers, ce qui a accru le ratio actif réalisable/engagements à court terme, tout en maintenant à un niveau très élevé le rapport entre ces derniers et le total de leur passif.

En raison de ces tendances diverses, il est difficile de dire si une restructuration suffisante des bilans a été entreprise pour permettre une accélération durable du taux de croissance de l'investissement en capital fixe. On peut néanmoins tenter de dégager deux conclusions: d'une part, il semblerait nécessaire de procéder à une analyse plus étendue, comprenant notamment les deux côtés des bilans des entreprises ainsi que la composition des éléments de leur actif et de leur passif; d'autre part, étant donné le degré d'endettement plus élevé et le recours croissant aux crédits assortis de taux du marché, il se peut que les décisions des chefs d'entreprise soient désormais davantage influencées par les fluctuations du loyer de l'argent.

Evolution par pays. Aux *Etats-Unis*, l'évolution a été essentiellement caractérisée, l'an dernier, par la progression impressionnante des bénéfices dans un contexte de baisse générale de l'inflation. Ce mouvement est en partie attribuable à l'accroissement de la production, mais également à la diminution des coûts unitaires résultant du ralentissement de l'augmentation des coûts unitaires de main-d'œuvre, de l'abaissement des frais financiers et des effets à retardement de l'application, en 1981, d'un régime plus favorable d'abattements pour amortissements. L'amélioration sensible de la capacité d'autofinancement et le recours à d'importantes émissions d'actions ont réduit la nécessité de faire appel à des crédits extérieurs. Vers la fin de l'an dernier, toutefois, le marché des actions ayant perdu de son dynamisme, les entreprises se sont davantage tournées vers le crédit bancaire. Malgré la vigueur de la reprise, le montant des versements au titre des intérêts et du service de la dette par rapport aux bénéfices bruts après impôt est resté proche de ses niveaux records, et la charge financière de l'endettement à court terme est beaucoup plus lourde qu'après la récession de 1974-75. Jusqu'à présent, les taux d'intérêt réels élevés ne paraissent guère avoir nui à l'investissement global en capital fixe des entreprises, et il se peut que la rentabilité continue d'augmenter, du fait de l'incidence à retardement de l'«Economic Recovery Act» de 1981. Les entreprises sont devenues néanmoins plus vulnérables aux variations du loyer de l'argent, et le niveau des taux d'intérêt réels et nominaux demeure préoccupant.

Au *Canada*, où l'on ne dispose de données comparables qu'à partir de 1977, l'amélioration des bénéfices a encore été plus spectaculaire, même si elle s'est faite à partir d'un niveau extrêmement bas. En 1981-82, presque tous les indicateurs financiers étaient tombés à des minimums historiques, tandis que les versements au titre du service de la dette étaient montés en flèche, traduisant ainsi la situation très vulnérable des bilans. L'année dernière a été marquée par une forte augmentation des taux de rendement, ce qui a conduit à une progression des émissions de valeurs à revenu variable et à un certain accroissement du

ratio de fonds propres. Compte tenu toutefois des baisses précédentes, de l'importance des difficultés structurelles et de la faiblesse persistante de l'investissement en capital fixe des entreprises, le processus de consolidation n'est pas très avancé.

En *Allemagne*, l'une des principales préoccupations est le fléchissement tendanciel du ratio de fonds propres. Les taux de rendement, pourtant faibles par référence au passé, se situent à un niveau favorable à la fois par rapport à ceux des autres pays et aux taux d'intérêt nominaux. Après une longue période de contraction des marges bénéficiaires, qui s'est poursuivie après la seconde hausse des prix pétroliers, le redressement de la rentabilité était devenu un objectif primordial des autorités. Grâce surtout à la modération des augmentations de salaires, les marges bénéficiaires se sont accrues en 1982 et le ratio d'autofinancement a sensiblement augmenté, bien que la diminution des investissements en capital fixe et la réduction des stocks aient joué un rôle prépondérant à cet égard. Dans le courant de l'an dernier, toutefois, les bilans des sociétés se sont renforcés à plus d'un titre, même si le rythme de croissance des bénéfices a baissé: d'abord, le ratio d'autofinancement est demeuré élevé après le redémarrage des investissements fixes; ensuite, la proportion des dettes à court terme a encore été réduite; enfin, les entreprises ont étoffé leur portefeuille d'actifs financiers à long terme, ce qui donne à penser que leur situation de trésorerie s'est nettement améliorée.

En *France*, où le ratio de fonds propres a également souffert d'un fléchissement tendanciel, plusieurs secteurs ont été affectés par l'alourdissement rapide des charges d'intérêt et par des répercussions dues à des «effets de levier» négatifs. Parmi les autres sujets de préoccupation, il convient de mentionner la persistance d'un degré d'autofinancement peu élevé, malgré la faiblesse de l'investissement réel — qui pourrait en être en partie la conséquence — et le taux de rendement insuffisant des fonds propres, qui avait avoisiné un minimum historique en 1982. Les problèmes financiers ont été accentués par divers facteurs: contraintes exercées par l'action des autorités sur les ajustements de prix, intensification de la concurrence internationale, augmentations des salaires et des charges sociales et hausse des cours des matières premières importées. Les chiffres provisoires pour 1983 font apparaître une certaine amélioration des bénéfices et de la capacité d'autofinancement, sous l'effet principalement de la réduction des frais financiers et du ralentissement de la hausse des prix des consommations intermédiaires.

Au *Royaume-Uni*, après une vingtaine d'années de baisse ininterrompue, la rentabilité économique est sortie du creux de la vague dans le courant de 1982; au troisième trimestre de l'an dernier, elle était remontée à 7%. Un autre fait saillant a été l'importance du recours à l'emprunt bancaire, malgré un certain accroissement du financement obligatoire l'an dernier. Le ratio de fonds propres est demeuré relativement élevé, ce qui s'est traduit, comme mentionné précédemment, par un fléchissement marqué du ratio endettement net/capital installé. On a récemment noté une forte augmentation des exonérations fiscales non utilisées, sous l'effet combiné d'un régime très favorable d'abattements pour amortissements et d'une situation bénéficiaire médiocre ou négative. De ce fait,

le taux de rendement après impôt a perdu de sa valeur en tant qu'indicateur de la rentabilité, mais l'investissement réel pourrait s'en trouver stimulé, compte tenu des nouvelles mesures proposées dans le budget de 1984-85.

Au *Japon*, le ratio de fonds propres a toujours été très faible, même si un certain accroissement s'est produit vers le milieu des années soixante-dix, puis après le second choc pétrolier, en réaction aux «effets de levier» négatifs. Le ralentissement du rythme de croissance de l'investissement a réduit la demande globale de crédit, tandis que la proportion des besoins d'emprunt couverts par l'intermédiaire du marché obligataire a augmenté. L'amélioration sensible du taux de rendement des actifs financiers détenus par les entreprises semble due au fait qu'elles disposent d'une gamme plus large d'actifs assortis de taux d'intérêt déterminés par le marché et à une gestion plus dynamique de leur portefeuille. Dans le même temps, cette augmentation des «coûts d'opportunité» a contribué à stabiliser l'investissement sous forme de stocks et a généralement rendu les entreprises plus sensibles aux variations des taux d'intérêt. La grande souplesse des salaires a accru les possibilités d'amélioration des bénéfices. Cependant, le faible taux d'inflation a été obtenu dans une certaine mesure au «prix» d'une réduction des marges, puisque les bénéfices par unité produite ont fléchi d'environ 5% depuis 1981. Cette tendance négative a pu s'inverser dans le courant de 1983, encore que la part des bénéfices dans la valeur ajoutée demeure inférieure à ses niveaux antérieurs.

Les données concernant la *Belgique*, qui ne sont disponibles que pour une période de cinq ans, confirment que les mesures de stabilisation économique de 1982, notamment la dévaluation, ont réussi à élever la rentabilité. A en juger d'après l'évolution des bénéfices bruts globaux après impôt (qui ont progressé de près de 25%), l'amélioration s'est poursuivie l'an dernier. L'accroissement de la rentabilité a permis aux entreprises de réduire la part de leur dette à court terme, cependant que les effets conjugués de l'élévation des marges brutes d'autofinancement et des mesures législatives ont inversé la tendance à la baisse du ratio de fonds propres. Le processus de restructuration des bilans semble avoir été mené à bien dans de nombreux secteurs, et la part globale des bénéfices a retrouvé son niveau de 1974. Toutefois, de très importantes différences subsistent d'un secteur à l'autre, soulignées par la situation difficile dans laquelle se trouve la sidérurgie.

En *Suède*, l'évolution des marges bénéficiaires et des taux de rentabilité a également été fortement influencée par les variations des cours de change et par les mesures prises pour modérer les augmentations de salaires. Un processus d'ajustement a été entrepris dès 1977-78, alors que la rentabilité financière était tombée à 3% seulement et que le taux des obligations avait amorcé une vive hausse. L'introduction de nouveaux instruments de la dette pour financer le déficit du secteur public a offert aux entreprises un choix plus large d'actifs financiers assortis de taux d'intérêt liés à ceux du marché, et en 1981 les revenus d'intérêts étaient effectivement presque aussi élevés que les résultats économiques nets. En même temps, sous l'effet conjoint de la dévaluation de 1982 et de la poursuite de la modération des salaires, la rentabilité financière avant

impôt dans l'industrie de transformation a avoisiné 25% l'an dernier. Etant donné, toutefois, que le rendement des actifs financiers est demeuré élevé, les entreprises ont affecté la majeure partie de l'accroissement de leurs bénéfices à de nouveaux achats d'actifs de cette catégorie. L'investissement en capital fixe dans l'industrie est tombé à la moitié seulement de son niveau de 1972, tandis que les emprunts auprès des banques ont fléchi. Ainsi, la situation suédoise illustre, à certains égards, le dilemme auquel sont confrontés certains pays européens: favoriser une reprise durable de l'investissement fixe dans un contexte caractérisé par la coexistence d'un important déficit du secteur public, de taux d'intérêt réels élevés et, parfois, d'un déficit extérieur.

Evolution sur les marchés des capitaux

Cette évolution de la rentabilité a évidemment affecté la demande globale de crédit, ce qui apparaît dans une large mesure dans les variations, examinées précédemment, des besoins de financement par secteur. Si l'on considère toutefois les pays individuellement, on constate que leur position dans la phase de reprise conjoncturelle a constitué un facteur déterminant. Les modifications récentes survenues dans l'ampleur des flux globaux de crédit ont été sensiblement différentes selon que les pays se trouvaient encore engagés dans un processus d'ajustement financier et enregistraient un faible taux de croissance ou qu'ils avaient pris la tête de la reprise. Comme le montre le tableau de la page suivante, le volume total des fonds collectés a eu tendance à fléchir par rapport au produit national brut dans le premier groupe de pays, bien que ce recul ait été moins marqué là où le déficit du secteur public est demeuré élevé ou s'est accru. En revanche, la demande globale de crédit a commencé à augmenter – ou a cessé de se réduire – dans le second groupe. En fait, cette progression a peut-être été un peu plus prononcée que lors des précédentes reprises conjoncturelles, en raison de la nécessité de financer des déficits budgétaires élevés ou croissants en même temps qu'une expansion de la demande de crédit et d'actifs financiers dans le secteur privé.

Au sein du secteur privé, le montant brut des emprunts des ménages, exprimé en pourcentage du produit national brut, a sensiblement progressé aux Etats-Unis, au Canada, au Royaume-Uni (à partir de 1982) et, dans une moindre mesure, en Allemagne. Il semble que, pour financer leur surcroît de dépenses en biens durables et en logement, les consommateurs aient préféré recourir davantage à l'emprunt au lieu d'utiliser leurs actifs liquides; dans le secteur des entreprises, la forte réduction des besoins d'emprunt nets s'est accompagnée d'une tendance à l'accumulation d'actifs financiers. Les remboursements d'emprunts par les entreprises apparaissent relativement modestes, sauf au Canada, en Italie, en Belgique et en Suède, où les taux d'intérêt réels à court terme ont atteint des niveaux très élevés. Néanmoins, la part des emprunts des sociétés dans le total des fonds collectés a fléchi dans l'ensemble en 1983 et a été particulièrement faible au Royaume-Uni, en Allemagne et au Canada. Aux Etats-Unis, en revanche, les emprunts des entreprises se sont fortement accrus vers la fin de 1983, en raison de l'augmentation, précédemment

Fonds collectés par les secteurs internes non financiers

| | 1975-76 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 ¹ |
|--|-------------------|------|------|------|-------------------|
| | en % du PNB | | | | |
| Etats-Unis | | | | | |
| Ménages | 4,3 | 4,4 | 4,1 | 2,8 | 4,9 |
| Entreprises (secteur agricole compris) | 4,0 | 5,3 | 5,0 | 4,0 | 4,6 |
| Administrations publiques | 5,7 | 3,8 | 3,3 | 6,4 | 6,7 |
| <i>dont: administration centrale</i> | 4,8 | 3,0 | 3,0 | 5,2 | 5,6 |
| Total | 14,0 | 13,5 | 12,4 | 13,2 | 16,2 |
| Canada | | | | | |
| Ménages | 6,5 | 4,0 | 1,7 | 0,0 | 3,1 |
| Entreprises | 4,9 | 10,1 | 12,7 | 3,3 | 0,4 |
| Administrations publiques | 7,5 | 7,5 | 7,7 | 10,1 | 10,4 |
| <i>dont: administration centrale</i> | 2,2 | 4,1 | 3,4 | 5,0 | 6,7 |
| Total | 19,0 | 21,6 | 22,1 | 13,4 | 13,9 |
| Japon | | | | | |
| Ménages | 5,0 | 4,4 | 3,9 | 3,5 | 3,7 |
| Entreprises constituées en sociétés | 10,8 | 7,8 | 8,3 | 8,6 | 8,1 |
| Secteur public | 10,1 | 10,8 | 10,4 | 8,7 | 9,6 |
| <i>dont: administration centrale</i> | 5,3 | 7,0 | 6,4 | 5,0 | 6,6 |
| Total | 25,9 | 23,0 | 22,6 | 20,8 | 21,4 |
| Allemagne fédérale | | | | | |
| Ménages (secteur du bâtiment compris) | 3,3 | 4,9 | 4,1 | 3,4 | 4,2 |
| Entreprises | 5,0 | 6,0 | 6,5 | 4,9 | 4,6 |
| Administrations publiques | 5,2 | 3,7 | 4,9 | 4,3 | 3,4 |
| Total | 13,6 | 14,6 | 15,5 | 12,6 | 12,2 |
| France | | | | | |
| Ménages | 5,0 | 4,4 | 4,4 | 4,1 | 4,1 |
| Entreprises | 7,7 | 9,2 | 8,7 | 7,7 | 6,7 |
| Administrations publiques | 4,1 | 1,7 | 4,0 | 5,3 | 3,7 |
| <i>dont: administration centrale</i> | 2,3 | 1,4 | 2,7 | 4,3 | 2,7 |
| Total | 16,8 | 15,3 | 17,1 | 17,1 | 14,5 |
| Royaume-Uni | | | | | |
| Ménages | 3,5 | 4,7 | 5,6 | 7,0 | 6,8 |
| Entreprises | 3,7 | 4,3 | 3,9 | 3,5 | 2,6 |
| Secteur public | 8,6 | 5,3 | 4,3 | 2,0 | 3,9 |
| <i>dont: administration centrale</i> | 4,3 | 2,9 | 3,9 | 1,5 | 3,0 |
| Total | 15,8 | 14,3 | 13,8 | 12,5 | 13,3 |
| Italie | | | | | |
| Ménages | 0,7 | 1,4 | 0,9 | 0,8 | 0,9 |
| Entreprises | 12,6 | 10,6 | 11,6 | 8,2 | 8,2 |
| Administrations publiques | 21,5 | 19,6 | 23,0 | 21,0 | . |
| <i>dont: administration centrale</i> | 12,8 | 13,0 | 18,3 | 15,0 | . |
| Total | 34,9 | 31,6 | 35,6 | 29,9 | . |
| Belgique | | | | | |
| Ménages | 3,1 | 2,5 | 0,9 | 0,8 | 0,4 |
| Entreprises | 7,6 | 5,8 | 6,6 | 5,4 | 6,1 |
| Administrations publiques | 7,0 | 11,7 | 16,2 | 15,5 | 15,3 |
| <i>dont: administration centrale</i> | 5,8 | 9,9 | 13,7 | 14,5 | 13,8 |
| Total | 17,7 | 20,0 | 23,7 | 21,7 | 21,9 |
| Pays-Bas | | | | | |
| Ménages et entreprises | 8,5 | 6,8 | 4,7 | 4,1 | 3,1 |
| Administrations publiques | 3,8 | 4,7 | 7,1 | 8,6 | 9,2 |
| <i>dont: administration centrale</i> | 2,4 | 4,0 | 5,4 | 7,1 | 8,2 |
| Total | 12,3 | 11,5 | 11,8 | 12,7 | 12,3 |
| Suède | | | | | |
| Logements prioritaires | 4,4 ² | 4,2 | 4,1 | 3,9 | 3,4 |
| Reste du secteur privé | 10,0 ² | 7,9 | 9,5 | 8,4 | 8,6 |
| Administrations publiques | 5,2 ² | 10,7 | 12,0 | 13,4 | 11,9 |
| <i>dont: administration centrale</i> | 5,0 ² | 10,5 | 11,8 | 13,1 | 11,9 |
| Total | 19,6 ² | 22,9 | 25,6 | 25,7 | 23,9 |

¹ Données provisoires. ² 1977.

notée, de la demande de crédits bancaires, et les chiffres provisoires font état d'un nouvel accroissement au début de cette année.

La part des emprunts des administrations est restée élevée, allant de 30% environ au Royaume-Uni à 70-75% en Belgique et au Canada. Comme les années précédentes, une part importante des déficits du secteur public en Belgique et en Suède a été financée par voie d'emprunts à l'étranger, et, dans les autres pays, l'incidence des transactions du secteur public a peut-être également été plus faible que les chiffres globaux ne le donnent à penser. Il est à noter qu'aux Etats-Unis les emprunts du Trésor ont diminué dans le courant de l'année, malgré l'augmentation du déficit net, les autorités ayant profité de la faiblesse relative de la demande privée pour emprunter davantage en début d'année. De même, en Allemagne, devant l'affaiblissement de la demande du secteur privé, les autorités ont intensifié leur recours au marché obligataire en 1983, malgré la diminution des besoins d'emprunt nets. Au Royaume-Uni enfin, les autorités ont continué de financer la totalité des besoins d'emprunt du secteur public par des cessions de titres de la dette — «National Savings» ou fonds d'Etat — en dehors du secteur monétaire.

Evolution et composition des flux financiers

Le système bancaire. Les banques jouent évidemment un rôle central dans le processus d'intermédiation financière et dans la mise en œuvre de la politique monétaire. Etant donné que la demande de crédit bancaire est largement influencée par la situation économique dans le secteur privé et par les modifications de la structure globale de l'emprunt, son instabilité cyclique est relativement élevée — nettement plus en tout cas que celle du crédit total. Cependant, au cours des dernières années, trois éléments supplémentaires ont tenu une place importante — mais variable d'un pays à l'autre — et peuvent avoir modifié dans une certaine mesure la réaction du système financier aux fluctuations de la demande de crédit. En premier lieu, par suite de l'adoption dans certains pays de politiques d'objectifs de croissance monétaire, l'évolution du crédit bancaire tend à refléter plus directement l'action des autorités et les techniques de régulation appliquées. En deuxième lieu, l'évolution du niveau et de la composition du crédit bancaire total a été influencée par l'ampleur des déficits du secteur public, même si, dans certains pays, l'introduction de nouveaux instruments de la dette, destinés à attirer des fonds du secteur privé non bancaire, ont atténué cet effet. Troisièmement, de nouvelles initiatives de «déréglementation» de l'activité financière ont modifié les limites de la concurrence entre les banques, les autres institutions financières et les marchés. Dans certains cas, les banques ont pu ainsi lutter à armes plus égales avec les nouvelles institutions venues les concurrencer.

Il va de soi que, dans ces conditions, les modifications constatées dans le crédit bancaire ont nécessairement tendance à refléter non seulement les facteurs de demande et d'offre, mais également l'influence des modifications institutionnelles. Cela ressort du tableau de la page 52, qui montre l'évolution du crédit bancaire au cours des dernières années ainsi qu'en 1983.

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 | 1980 | 4,9 | 0,9 | 5,8 | 4,5 | | 10,3 |
| | 1981 | 3,8 | 0,0 | 3,8 | 8,6 | | 12,4 |
| | 1982 | 3,4 | 0,9 | 4,3 | 5,7 | | 10,0 |
| | 1983 | 3,1 | 2,3 | 5,4 | 4,6 | | 10,0 |
| Canada | 1980 | 14,5 | - 0,1 | 14,4 | 0,0 | 3,5 | 17,9 |
| | 1981 ⁷ | 24,7 | 2,0 | 26,7 | - 2,6 | - 8,3 | 15,8 |
| | 1982 | 0,3 | 1,1 | 1,4 | 1,5 | 5,1 | 8,0 |
| | 1983 | - 6,3 | 4,1 | - 2,2 | 0,2 | 5,5 | 3,5 |
| Japon | 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 | - 1,3 | 7,9 |
| | 1983 | 8,4 | 0,5 | 8,9 | 0,5 | - 2,1 | 7,3 |
| Royaume-Uni | 1980 | 17,9 | 4,9 | 22,8 | - 0,8 | - 2,4 | 19,6 |
| | 1981 | 17,1 | - 0,8 | 16,3 | 0,4 | - 3,1 | 13,6 |
| | 1982 | 21,1 | - 6,1 | 15,0 | - 2,8 | - 1,7 | 10,5 |
| | 1983 | 14,0 | 1,0 | 15,0 | - 0,6 | - 3,1 | 11,3 |
| France | 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 | 14,3 | 2,1 | 16,4 | - 3,2 | - 1,7 | 11,5 |
| | 1983 | 9,1 | 3,3 | 12,4 | 0,4 | - 1,8 | 11,0 |
| Allemagne fédérale | 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 |
| | 1983 | 11,0 | 2,5 | 13,5 | 0,7 | - 8,9 | 5,3 |
| Italie | 1980 | 7,0 | 12,5 | 19,5 | - 2,1 | - 0,1 | 17,3 |
| | 1981 | 4,5 | 12,5 | 17,0 | 0,4 | - 1,5 | 15,9 |
| | 1982 | 3,8 | 15,2 | 19,0 | - 0,6 | - 1,2 | 17,2 |
| | 1983 | 4,5 | 10,9 | 15,4 | 0,8 | - 1,6 | 14,6 |
| Belgique | 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 | 1,5 | 11,6 | 13,1 | - 7,4 | 1,5 | 7,1 |
| | 1983 | 2,9 | 15,8 | 18,7 | - 8,7 | - 1,9 | 8,1 |
| Pays-Bas | 1980 | 17,8 | 4,2 | 22,0 | - 3,7 | -14,5 | 3,8 |
| | 1981 | 10,1 | 3,7 | 13,9 | 3,8 | -12,4 | 5,3 |
| | 1982 | 5,3 | 4,0 | 9,3 | 3,9 | - 5,6 | 7,6 |
| | 1983 | 6,9 | 4,7 | 11,6 | 2,3 | - 3,5 | 10,4 |
| Suède | 1980 | 10,8 | 14,1 | 24,9 | - 2,6 | -10,0 | 12,3 |
| | 1981 | 9,7 | 15,2 | 24,9 | - 3,2 | - 7,8 | 13,8 |
| | 1982 | 12,3 | 8,4 | 20,7 | - 2,7 | -10,3 | 7,8 |
| | 1983 | 9,4 | 7,4 | 16,8 | - 0,2 | - 8,5 | 8,1 |
| Suisse | 1980 | 10,0 | 0,0 | 10,0 | 0,5 | - 6,2 | 4,3 |
| | 1981 | 8,4 | 0,4 | 8,8 | - 0,9 | - 3,7 | 4,2 |
| | 1982 | 3,1 | 0,0 | 3,1 | 2,8 | - 0,6 | 5,3 |
| | 1983 | 5,3 | 0,1 | 5,4 | 0,3 | 0,6 | 6,3 |

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. 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 le Canada, la France, la Belgique et les Pays-Bas, M₂; pour le Japon, M₂ et CD; pour l'Allemagne, les Etats-Unis, l'Italie, la Suède et la Suisse, M₃; pour le Royaume-Uni, M₃ sterling. ⁷ Période de douze mois se terminant en octobre.

On constate ainsi que, parmi les quatre pays qui ont enregistré une diminution relativement importante de la contribution du crédit bancaire à l'expansion des agrégats monétaires larges, la réduction au Canada s'explique principalement par la situation conjoncturelle défavorable. En Suède, la demande de crédit bancaire s'est également affaiblie, mais essentiellement parce que les entreprises ont affecté une partie de l'accroissement des bénéfices au remboursement des dettes. En France, la réduction de la contribution du crédit bancaire résulte à la fois du resserrement des politiques et de la situation conjoncturelle moins favorable, tandis qu'en Italie de nouveaux instruments ont contribué au financement du déficit du secteur public en dehors du système bancaire et les prêts bancaires au secteur privé se sont ralentis par suite de la faiblesse de la demande.

Par ailleurs, dans les pays où la contribution du crédit bancaire a progressé, on constate que ce mouvement a principalement été dû aux facteurs de la demande. Aux Etats-Unis et en Belgique, le financement bancaire direct et indirect du déficit du secteur public s'est accru, et, aux Pays-Bas et en Suisse, la demande de crédit bancaire du secteur privé a été à l'origine d'une forte progression. Dans les autres pays, la contribution des prêts bancaires est demeurée en grande partie inchangée par rapport à 1982, à l'exception du Royaume-Uni où l'on note un accroissement de la part du crédit au secteur public, tandis qu'en Allemagne cette part s'est réduite, en raison de nouvelles compressions budgétaires et d'une intensification de la collecte de ressources non bancaires.

Il convient d'ajouter que, dans un certain nombre de pays où l'expansion du crédit interne a connu un taux d'accroissement plus faible ou inchangé (Japon, Royaume-Uni, France, Italie et Suède), les avoirs extérieurs nets du système bancaire ont progressé davantage, ou moins diminué, qu'au cours de l'année précédente. A noter également que, dans certains pays (Japon, Allemagne, France, Italie et Belgique), l'accélération de la croissance des engagements non monétaires des banques a contribué à ralentir la progression de la masse monétaire au sens large.

Le système financier dans son ensemble. En ce qui concerne la composition du total des flux financiers, l'évolution a été caractérisée l'année dernière par la reprise des marchés boursiers. Comme il ressort du tableau de la page 54, le développement des émissions d'actions, provoqué par la flambée des cours à l'échelle mondiale, a été spécialement marqué aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Mais les sociétés établies au Canada, en Allemagne, en France, en Belgique et en Suède ont, elles aussi, élargi leur recours au financement par actions, tout en réduisant la collecte de ressources externes. Si l'amélioration des perspectives du secteur des entreprises, conjuguée aux efforts de restructuration des bilans, semble avoir été principalement à l'origine de cette évolution, des mesures spécifiques ont également joué un rôle en la matière. En Belgique, en France et en Suède, l'acquisition de valeurs à revenu variable a été encouragée par des déductions fiscales spéciales. Des modifications institutionnelles, telles que la création de fonds communs de placement et de marchés parallèles, qui facilitent

Fonds collectés par les secteurs internes non financiers,
par instrument ou source

| | 1975-76 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 ¹ |
|--|-----------------------------------|------|-------|-------|-------------------|
| | en % du total des fonds collectés | | | | |
| Etats-Unis | | | | | |
| Prêts et effets négociables sur le marché | | | | | |
| monétaire | 6,4 | 13,3 | 26,8 | 17,1 | 13,4 |
| Hypothèques | 31,2 | 37,9 | 31,3 | 20,4 | 31,3 |
| Obligations et autres valeurs à revenu fixe | 52,0 | 38,3 | 35,9 | 56,7 | 45,7 |
| Valeurs à revenu variable | 4,5 | 3,6 | - 3,1 | 2,8 | 5,3 |
| Divers | 5,9 | 7,0 | 9,1 | 3,0 | 4,3 |
| Canada | | | | | |
| Prêts et hypothèques | 49,6 | 50,7 | 53,0 | - 6,5 | 4,7 |
| Obligations et valeurs à revenu fixe à court terme | 26,4 | 39,0 | 31,2 | 76,2 | 75,2 |
| Valeurs à revenu variable | 2,8 | 5,9 | 6,7 | 8,7 | 9,2 |
| Divers, y compris les emprunts à l'extérieur | 21,2 | 4,4 | 9,1 | 21,6 | 10,9 |
| Japon | | | | | |
| Prêts | 69,7 | 60,2 | 61,3 | 65,9 | 64,2 |
| Valeurs à revenu fixe | 28,0 | 35,8 | 37,0 | 30,3 | 33,5 |
| Valeurs à revenu variable | 2,6 | 2,6 | 3,7 | 3,7 | 2,3 |
| Divers, y compris les emprunts à l'extérieur | - 0,3 | 1,4 | - 2,0 | 0,0 | 0,0 |
| Allemagne fédérale | | | | | |
| Prêts | 65,6 | 71,9 | 65,7 | 57,2 | 67,5 |
| dont: à long terme et hypothèques | 59,0 | 48,1 | 47,6 | 43,4 | 55,1 |
| Valeurs à revenu fixe | 10,9 | 0,8 | 0,5 | 18,4 | 16,1 |
| Valeurs à revenu variable | 2,9 | 2,4 | 1,5 | 2,2 | 2,9 |
| Divers, y compris les emprunts à l'extérieur | 20,6 | 24,9 | 32,4 | 22,2 | 13,6 |
| France | | | | | |
| Prêts | 76,0 | 75,5 | 70,0 | 64,1 | 62,3 |
| dont: à long terme et hypothèques | 54,7 | 54,2 | 44,4 | 44,3 | 45,4 |
| Valeurs à revenu fixe | 12,6 | 9,9 | 16,0 | 25,9 | 26,7 |
| Valeurs à revenu variable | 6,7 | 11,3 | 9,7 | 5,9 | 8,7 |
| Divers, y compris les emprunts à l'extérieur | 4,7 | 3,3 | 4,3 | 4,1 | 2,3 |
| Royaume-Uni | | | | | |
| Prêts | 41,2 | 59,8 | 60,2 | 70,3 | 52,6 |
| dont: à long terme et hypothèques | 23,6 | 22,7 | 29,1 | 43,0 | 38,2 |
| Valeurs à revenu fixe | 35,2 | 31,2 | 27,5 | 18,4 | 31,2 |
| Valeurs à revenu variable | 4,9 | 2,8 | 4,8 | 2,7 | 4,3 |
| Divers, y compris les emprunts à l'extérieur | 18,7 | 6,2 | 7,5 | 8,6 | 11,9 |
| Italie | | | | | |
| Prêts | 54,9 | 55,8 | 47,8 | 42,0 | . |
| dont: à long terme et hypothèques | 21,6 | 19,0 | 18,1 | 18,9 | . |
| Valeurs à revenu fixe | 28,9 | 23,5 | 29,9 | 42,9 | . |
| Valeurs à revenu variable | 5,5 | 6,2 | 7,9 | 8,8 | . |
| Divers, y compris les emprunts à l'extérieur | 10,7 | 14,4 | 14,4 | 6,3 | . |
| Belgique | | | | | |
| Prêts | 40,3 | 25,8 | 12,8 | 6,6 | 4,5 |
| Obligations | 45,6 | 26,1 | 15,1 | 34,7 | 49,3 |
| Valeurs à revenu variable | 5,3 | 5,7 | 5,6 | 12,1 | 13,1 |
| Divers, y compris les emprunts à l'extérieur | 8,8 | 42,5 | 66,4 | 46,5 | 33,1 |
| Pays-Bas | | | | | |
| Prêts | 86,0 | 84,4 | 78,9 | 65,7 | 54,6 |
| Valeurs à revenu fixe | 13,3 | 14,9 | 20,9 | 34,2 | 43,6 |
| Valeurs à revenu variable | 0,6 | 0,7 | 0,2 | 0,1 | 1,8 |
| Suède | | | | | |
| Prêts | 29,7 ² | 20,0 | 9,3 | 15,5 | . |
| Obligations | 28,1 ² | 37,8 | 52,5 | 43,7 | . |
| Valeurs à revenu variable | 6,4 ² | 5,9 | 5,4 | 6,9 | 8,4 |
| Prêts de l'administration centrale | 7,8 ² | 11,7 | 8,3 | 8,2 | 9,7 |
| Divers, y compris les emprunts à l'extérieur | 28,1 ² | 24,5 | 24,5 | 25,6 | . |

¹ Chiffres provisoires. ² 1977.

surtout l'accès des petites entreprises aux marchés boursiers, ont été ou seront introduites aux Pays-Bas, en France et en Italie. Au Royaume-Uni, l'ouverture de comptes fiduciaires, ainsi que la forte progression du marché des titres hors-cote, semblent avoir également favorisé l'expansion générale des émissions de valeurs à revenu variable.

Les modifications institutionnelles et les innovations financières ont également joué un rôle important dans la mise au point de nouvelles méthodes de financement des déficits budgétaires (voir ci-après) et dans le soutien apporté à la construction de logements. L'élargissement de la part des prêts hypothécaires aux Etats-Unis, par exemple, résulte en partie de l'offre de crédits à taux d'intérêt variables. Au Royaume-Uni, la part des hypothèques s'est aussi sensiblement accrue, sous l'effet non seulement de l'essor de la construction de logements, mais encore de la concurrence croissante entre banques et sociétés de prêts à la construction, ainsi que d'un certain recours aux prêts hypothécaires pour financer les dépenses courantes.

L'année 1983 s'est également distinguée par le rôle variable du crédit fourni par des organismes extérieurs au système bancaire, ce phénomène étant attribuable à des facteurs tant institutionnels que sectoriels et conjoncturels. En partie pour des raisons de définition, mais par suite également de différences dans les structures institutionnelles et dans l'évolution des marchés, la part représentée en moyenne par les crédits non bancaires tend à varier d'un pays à l'autre. De plus, on constate des différences assez sensibles entre les divers pays en ce qui concerne les changements les plus récents. Comme indiqué dans le tableau de la page 56, l'expansion de la demande de crédit aux Etats-Unis a été principalement satisfaite par les banques; en Allemagne, également, celles-ci ont accru leur participation à l'offre globale de crédit. Au Royaume-Uni, où l'offre totale de crédit a progressé par rapport au produit national brut, la proportion des prêts assurée par les banques s'est légèrement réduite, mais ce mouvement semble dû, pour l'essentiel, à l'évolution enregistrée au cours du premier semestre de 1983, durant lequel les entreprises avaient intensifié temporairement leurs emprunts sur le marché financier et affecté ces ressources au remboursement des prêts bancaires. En Belgique et aux Pays-Bas, la part des prêts bancaires a connu l'accroissement le plus important; toutefois, l'évolution en Belgique ne semble pas refléter une expansion tendancielle de la demande de crédit, mais peut être imputée à la contraction du crédit non bancaire et à l'augmentation de la part du déficit budgétaire financée par le système bancaire interne.

Dans les autres pays indiqués dans le tableau, la part des flux de crédit non bancaires a augmenté en 1983, mais les raisons de cet accroissement diffèrent, là encore, d'un pays à l'autre. Dans quelques cas, il peut s'expliquer par la faiblesse de la demande de la catégorie de crédits normalement fournis par les banques alors que, dans d'autres, il reflète les efforts mis en œuvre pour renforcer le rôle des marchés financiers. Au Canada, les prêts bancaires ont enregistré en fait une baisse, en raison de l'évolution défavorable de la conjoncture et du remboursement de prêts bancaires par les entreprises. En Suède, également, les entreprises

ont remboursé des prêts bancaires internes, mais les autorités se sont efforcées, en outre, de financer une plus grande proportion du déficit budgétaire en dehors du système bancaire. Ce dernier facteur a également joué un grand rôle au Japon et en Italie, où le recours à l'emprunt non bancaire s'est fortement accru. Enfin, en France, l'élargissement de la part du crédit non bancaire peut être attribué à diverses mesures visant à renforcer le rôle des marchés financiers dans la couverture des besoins d'emprunt des secteurs privé et public.

Part du crédit bancaire interne dans le crédit total¹

| | 1975-76 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 ² |
|------------------------------|-------------------|------|------|------|-------------------|
| | en % | | | | |
| Etats-Unis | 19,8 | 29,3 | 21,0 | 23,7 | 24,8 |
| Canada | 28,2 | 20,9 | 38,2 | 3,7 | - 5,4 |
| Japon | 51,5 | 35,8 | 43,7 | 41,4 | 38,0 |
| Allemagne fédérale | 60,8 | 57,9 | 55,1 | 51,8 | 54,9 |
| France | 44,4 | 34,3 | 46,7 | 42,1 | 38,3 |
| Royaume-Uni | 32,7 | 39,2 | 31,8 | 36,2 | 34,2 |
| Italie | . | 58,0 | 41,5 | 54,6 | . |
| Belgique | 30,7 | 29,2 | 22,0 | 25,5 | 38,6 |
| Pays-Bas | 69,4 | 58,4 | 35,6 | 22,5 | 30,5 |
| Suède | 45,1 ³ | 58,4 | 53,8 | 46,2 | 38,5 |

¹ Pour tous les pays, contrepartie «crédit bancaire interne» de la masse monétaire au sens large (voir le tableau de la page 52) mesurée en pourcentage du total des fonds obtenus par les secteurs non financiers de l'économie interne.
² Chiffres provisoires. ³ 1977.

La distinction entre prêts bancaires et non bancaires ne coïncide évidemment pas avec celle entre marchés monétaires et marchés du crédit, d'un côté, et marchés financiers, de l'autre. De plus, la ventilation des prêts par grande catégorie d'instruments n'est pas d'un très grand secours pour décrire les variations entre prêts à court et à long terme. Cette répartition permet de confirmer cependant que, d'une manière générale, la collecte de ressources sous forme de prêts à plus long terme et d'hypothèques, de valeurs à revenu variable et, en particulier, de titres émis par le secteur public a revêtu une plus grande importance l'année dernière.

Innovations financières

Le Rapport annuel de l'an passé soulignait l'incidence sensible exercée par les innovations financières sur la façon dont les institutions financières collectent des ressources pour financer leurs opérations et, d'une façon plus générale, sur le processus d'intermédiation financière privée. L'objet de la fin de ce chapitre est d'étendre l'analyse des innovations financières entreprise l'an passé, en replaçant dans une perspective à long terme les innovations techniques mises en œuvre pour le placement de montants croissants d'instruments de la dette publique et pour la gestion, par l'intermédiaire des marchés financiers à terme, des risques accrus liés aux taux d'intérêt.

Endettement public

Les déficits budgétaires considérables enregistrés depuis le milieu des années soixante-dix ont entraîné des modifications spectaculaires – en l'occurrence, des innovations financières induites par les pouvoirs publics – dans le dosage des instruments financiers, les définitions des secteurs institutionnels d'activité et la place accordée aux taux d'intérêt déterminés par le marché. En particulier, l'essor des émissions d'instruments représentatifs de la dette publique a provoqué d'importants changements dans le secteur financier de divers pays (tels que l'Espagne, l'Italie et la Suède), dont les autorités ont agi, par des mesures administratives – coefficient minimum d'emploi et plafonnement des prêts au secteur privé, par exemple – sur la composition des portefeuilles de crédit des intermédiaires financiers, pour répartir la dette publique. On a assisté fréquemment à un relèvement du portefeuille obligatoire de titres représentatifs de la dette publique et des titres d'emprunt d'autres secteurs prioritaires, les autorités s'efforçant ainsi de réduire leurs propres coûts d'emprunt et ceux des secteurs définis comme prioritaires.

Le fardeau financier supplémentaire imposé par le portefeuille minimum de titres de la dette publique ainsi que les efforts entrepris par les intermédiaires financiers pour répercuter ces coûts sur leurs clients ont conduit à l'introduction et à l'utilisation plus large de techniques financières moins classiques. Ce détournement des transactions financières des agents économiques au détriment des instruments nationaux reconnus et au profit de techniques «libres», y compris l'euro-marché, constitue une réaction décisive à l'accroissement des coûts inhérents à l'utilisation des marchés financiers nationaux classiques. De telles adaptations des pratiques financières (qu'il s'agisse de nouvelles institutions ou de nouveaux instruments) ont compliqué la tâche des autorités monétaires pour mesurer, définir et interpréter le comportement des agrégats de crédit et des agrégats monétaires.

Les difficultés croissantes liées à l'utilisation de techniques hors marché pour placer les instruments de la dette publique auprès d'investisseurs nationaux (par exemple, celles qui ont surgi entre le gouvernement et les banques membres de syndicats d'émission au Japon) et les préoccupations accrues suscitées par les conséquences immédiates et plus lointaines exercées sur le taux de change par un recours excessif à l'emprunt extérieur ont provoqué des révisions des politiques de gestion de la dette interne. Dans le cadre de ces nouvelles politiques, les administrateurs de la dette publique laissent aux opérateurs sur le marché davantage de responsabilités dans la formation du prix et la répartition de la dette publique. En outre, après avoir accepté de gérer la dette publique en s'inspirant davantage des principes du marché, les autorités d'un certain nombre de pays sont allées encore plus loin en s'efforçant de rationaliser la régulation du système financier en abolissant l'obligation de portefeuille minimum, le plafonnement des taux d'intérêt et les restrictions appliquées aux transactions sur le marché secondaire des titres. De tels exemples d'allègements des contrôles appliqués aux marchés du crédit ont été constatés récemment dans trois pays: au Japon où, à partir du mois de juin 1984, les banques pourront

vendre à leurs clients des obligations d'Etat bien accueillies de la part des investisseurs; en Italie, où le plafonnement des nouveaux prêts bancaires a été abandonné en juin 1983; en Suède, où la vente aux enchères d'obligations d'Etat a été introduite au début de 1984.

Les responsables de la gestion de la dette publique ont généralement reconnu la nécessité de s'adapter aux attentes plus incertaines des opérateurs, en recourant davantage au compartiment à court terme pour le placement des instruments de la dette publique. Cependant, des considérations de politique monétaire sont allées à l'encontre de l'émission d'instruments de la dette publique à court terme dans plusieurs pays, comme par exemple aux Pays-Bas, où les autorités monétaires surveillent l'évolution des agrégats monétaires ou de liquidité au sens large. Ces restrictions appliquées à la gestion de la dette publique reflètent l'opinion que l'émission publique de titres du Trésor à court terme risque d'entraver inutilement la conduite de la politique monétaire et de compliquer sa mise en œuvre. Un second argument avancé par les autorités monétaires pour ne pas émettre de bons du Trésor a été la nécessité de limiter l'attrait des formules de placements à court terme, de manière à freiner l'utilisation de la monnaie nationale comme véhicule de placement international. D'un autre côté, le développement d'un marché intérieur de bons du Trésor a été encouragé par un certain nombre d'autorités monétaires. Cette attitude s'explique par l'objectif qu'elles se sont fixé de se tourner vers des systèmes de régulation monétaire utilisant toute la gamme des échéances pour le placement d'effets représentatifs de la dette du secteur public et pour la détermination des taux d'intérêt selon les lois du marché.

Les besoins d'emprunt élevés du secteur public ont également facilité la réalisation d'objectifs secondaires de la politique financière, qui n'auraient peut-être pas été poursuivis autrement avec la même intensité. C'est ainsi qu'en Allemagne un nouvel instrument de la dette publique de nominal minimum peu élevé a été introduit en vue d'améliorer le niveau général du revenu réel de l'épargne financière offerte aux ménages allemands. Ces obligations fédérales spéciales à cinq ans (Bundesobligationen), qui n'ont été émises pour la première fois qu'en 1979, représentaient 14% de l'encours de la dette fédérale à fin 1983. L'attrait de ces titres pour les ménages s'explique par le fait que, contrairement aux comptes d'épargne, ils sont assortis d'un taux lié à celui du marché. Les collecteurs de l'épargne traditionnelle ont répondu à ce défi lancé par cette innovation financière du secteur public en améliorant les conditions offertes sur les comptes des ménages.

Risque lié aux taux d'intérêt

L'instabilité accrue des taux d'intérêt au cours des dernières années a rendu les agents économiques plus sensibles aux conséquences de leur exposition aux risques financiers, ceux par exemple qui sont inhérents à l'utilisation plus vaste des prêts bancaires à taux variables. Pour permettre aux agents économiques de gérer les risques encourus, des techniques plus perfectionnées ont été mises au point en vue de transférer le risque de change et de taux d'intérêt sur

ceux qui sont davantage disposés (ou aptes) à le supporter. A cet égard, la principale innovation a porté sur l'organisation de transactions financières à terme pour la cotation de contrats de taux d'intérêt et de devises. L'analyse ci-après met l'accent sur le marché des contrats à terme de taux d'intérêt.

Organisation de marchés financiers à terme. Un contrat financier à terme de taux d'intérêt est un accord standard entre un acheteur et un vendeur sur la livraison d'un lot fixe d'un instrument financier déterminé, pour un montant égal à un chiffre rond: par exemple, un dépôt à terme d'un million d'euro-dollars à trois mois, à une date future donnée et à un prix convenu. Toutes les transactions de contrat de taux d'intérêt doivent être exécutées à la corbeille d'une bourse, où tous les cours des transactions sont immédiatement portés à la connaissance de tous les autres opérateurs. Ce système de cotation est appelé méthode à la criée.

Ces marchés financiers à terme présentent une caractéristique importante en ce sens que, malgré l'existence pour chaque contrat d'un acheteur et d'un vendeur, il n'y a pas d'obligation réciproque directe, mais une obligation envers la chambre de compensation du marché. Cette dernière garantit l'exécution de chaque transaction conclue, ce qui est nettement différent des marchés hors-cote, comme le marché monétaire interbancaire international, où il n'y a pas de possibilité de gérer collectivement les risques de crédit.

La crédibilité des garanties offertes par les chambres de compensation repose sur le système des «marges» (dépôts de sécurité) imposées aux opérateurs du marché financier à terme. Tant les acheteurs que les vendeurs de contrats financiers à terme sont tenus de constituer une marge, en vue de se prémunir contre les variations défavorables des cours journaliers de leur position en contrats financiers. Le compte de chaque opérateur est ajusté quotidiennement en fonction des profits et des pertes et, avant le début de la séance de cotation suivante, un versement ou un retrait de fonds est opéré sur chaque compte pour clore le règlement journalier.

Rôle potentiel. Pour comprendre ce que les marchés de contrats à terme de taux d'intérêt peuvent apporter aux systèmes financiers, il convient d'examiner d'abord les possibilités économiques offertes par les contrats de ce type: i) se substituer aux transactions (liquides) sur le marché monétaire et des titres; ii) modifier la relation entre l'évaluation du patrimoine global et les taux d'intérêt; iii) mettre les agents économiques à l'abri des modifications des coûts d'opportunité inhérentes aux variations du niveau des taux d'intérêt et iv) agir sur l'efficacité des marchés au comptant qui les sous-tendent.

En ce qui concerne le premier point, pour les titres à rémunération fixe, il n'y a pas de contrats financiers à terme dont les caractéristiques économiques ne puissent être reproduites sur les marchés au comptant. On recourt à ces marchés financiers à terme parce que leurs coûts d'exploitation sont plus faibles, s'agissant de contrats normalisés (non personnalisés). Les transactions financières à terme ne donnent lieu à des marchés organisés pour la cotation d'un contrat particulier, tel qu'un dépôt à trois mois sur le marché de l'euro-dollar, que s'il

s'avère que les volumes potentiels d'échanges justifient la dépense de ressources réelles requise par la négociation du contrat. Aussi le nombre effectif de contrats exécutés sera-t-il limité, puisqu'une prolifération de tels contrats tendrait à accroître le coût des transactions. En fait, il n'existe actuellement qu'environ dix sortes de contrats de taux d'intérêt traités de manière active. En outre, pour chacun de ces contrats, le nombre de mois de livraison est limité à quatre par an au maximum, aucun contrat ne s'exécutant pour une livraison allant au-delà de trois ans. Ainsi, les marchés des contrats de taux d'intérêt n'offrent que des possibilités de couverture limitées des risques spécifiques de taux d'intérêt auxquels sont exposés les agents économiques. Prenons, par exemple, le cas de l'émetteur d'un emprunt à taux variable assorti d'un intérêt calculé sur la base du LIBOR à trois mois. Les renseignements disponibles indiquent que, pour un tel emprunteur, l'efficacité de la couverture de la vente d'un contrat d'euro-dollars est en relation inverse avec l'intervalle qui s'écoule entre la date de renégociation du taux du prêt et la date suivante de livraison du contrat d'euro-dollars.

Pour ce qui est du deuxième point, l'existence d'un marché de contrats à terme de taux d'intérêt ne peut pas affecter le patrimoine global. Seuls des agents économiques individuels peuvent modifier la relation entre la valeur de leurs actifs financiers et les taux d'intérêt, par le biais de leurs opérations en contrats à terme de taux d'intérêt. Le résultat de la cotation de contrats de taux d'intérêt ne peut être qu'une réaffectation du risque de taux d'intérêt entre les agents économiques.

Troisième point, la couverture des risques de taux d'intérêt par le biais de ces marchés à terme ne met pas les opérateurs à l'abri de modifications des taux d'intérêt dès lors qu'elles se sont produites. Pour illustrer ce propos, on peut considérer une entreprise qui détient un stock de marchandises financé par des prêts bancaires à taux variables. En vendant des contrats financiers à terme, l'entreprise protège (couvre) le coût du financement de son stock contre une hausse possible des taux des prêts bancaires. Supposons maintenant qu'une telle hausse se produise. On peut penser que le gain réalisé sur la position financière à terme de l'entreprise lui a permis de financer son stock courant comme si les taux d'intérêt s'étaient maintenus au même niveau. Mais une entreprise désireuse de maximiser ses bénéfices tendra quand même à réduire les niveaux des stocks programmés pour l'avenir, du fait de l'accroissement des charges d'intérêt résultant de l'investissement sous forme de stocks.

Enfin, le fonctionnement du marché au comptant des instruments de la dette peut être influencé par l'introduction des marchés de contrats à terme de taux d'intérêt. Des études empiriques sur l'exécution des contrats de taux d'intérêt ont montré que, en moyenne, les transactions sur ces instruments soit ont contribué à stabiliser les cours du marché au comptant, soit n'ont exercé aucun effet sur cette stabilité. En outre, si l'on a observé une simultanéité de comportement entre la variation des cours des contrats d'euro-dollars et celle des instruments du marché monétaire américain, il n'en est pas de même des variations des prix sur les marchés traditionnels. Cette constatation donne à penser

que la création de ces marchés à terme pour ces instruments du marché monétaire peut avoir accentué l'intégration du marché monétaire américain et du marché de l'euro-dollar.

Evolution des marchés à terme de contrats de taux d'intérêt

Les premiers marchés à terme de contrats de taux d'intérêt libellés en dollars EU ont été ouverts auprès des deux bourses de matières premières de Chicago au milieu des années soixante-dix. Le volume des échanges ne s'y est accru que modestement avant la fin des années soixante-dix. Depuis lors, l'activité journalière est montée en flèche, passant de 20.000 à plus de 160.000 contrats par jour pour une valeur nominale totale supérieure à \$40 milliards. Il est toutefois intéressant de noter que la position globale sur le marché des contrats de taux d'intérêt (nombre de contrats en cours) n'a pas connu la même ascension. En fait, à la fin du premier trimestre de 1984, le total des positions sur le marché des contrats de taux d'intérêt a été inférieur de plus de 25% à son maximum du milieu de 1981. La baisse s'explique, et au-delà, par la réduction des positions sur le marché des contrats de taux d'intérêt à long terme et reflète donc très probablement une divergence d'opinion moins grande parmi les opérateurs en ce qui concerne les perspectives d'évolution des taux d'intérêt à long terme du dollar EU.

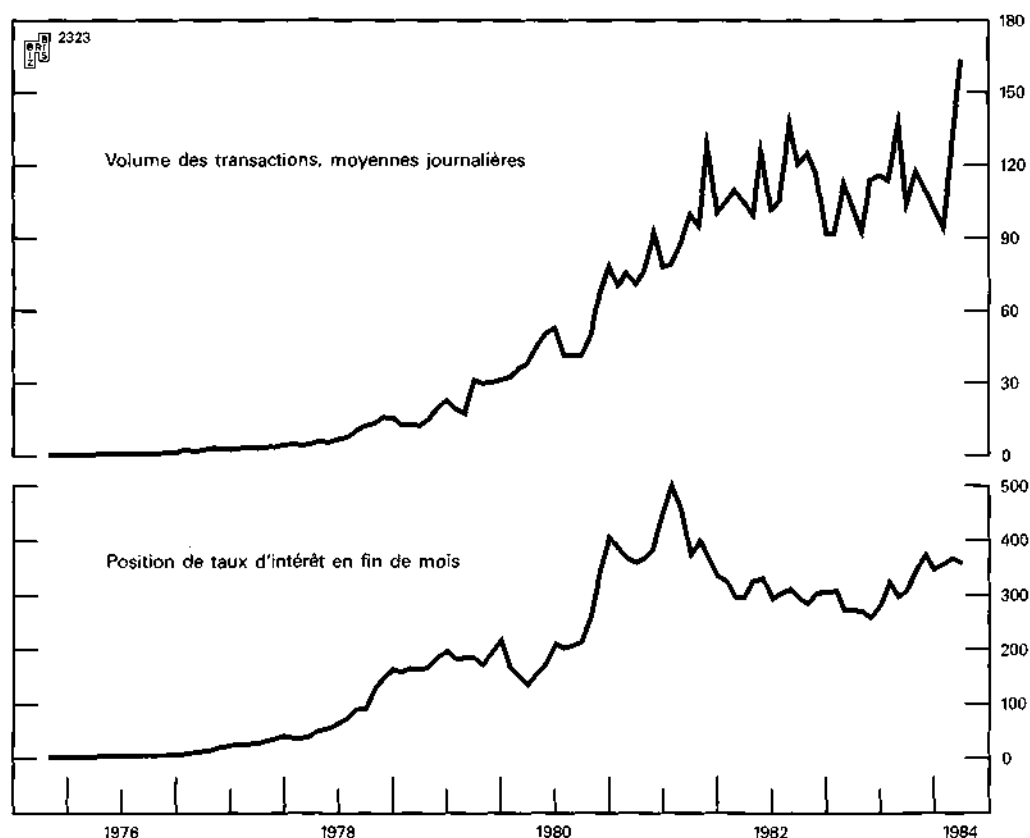
Les marchés de contrats de taux d'intérêt aux Etats-Unis n'ont guère connu de succès en dehors de Chicago. En particulier, le «New York Futures Exchange», qui a ouvert en 1980, n'est guère parvenu à intéresser les opérateurs aux quatre contrats de taux d'intérêt qu'il proposait. En revanche, les contrats à terme de taux d'intérêt libellés en dollars EU et en livres semblent s'être assez bien implantés sur le «London International Financial Futures Exchange» ouvert récemment (1982). Les opérations en contrats de taux d'intérêt ont également été organisées sur des bourses locales pour la cotation des dollars australien et canadien. Une expansion ultérieure des contrats en euro-dollars, comprenant l'établissement d'un réseau de compensation mutuelle avec l'une des bourses de Chicago, est prévue pour le milieu de 1984 avec l'ouverture du «Singapore International Monetary Exchange».

Participation des banques. Les banques participent maintenant activement à la cotation de contrats de taux d'intérêt, essentiellement pour gérer leurs positions propres tant en effets du marché monétaire qu'en titres d'investissement et, en second lieu, pour le compte de leur clientèle. Le fait que quarante-sept banques originaires de quinze pays et non établies aux Etats-Unis participent au marché financier à terme donne une idée de l'internationalisation de cette activité.

L'examen des positions de taux d'intérêt indiquées dans le tableau de la page 63 révèle que les banques, qu'elles soient établies ou non aux Etats-Unis, utilisent les contrats à terme de taux d'intérêt dans le cadre de la gestion de leur participation au marché à court terme de l'euro-dollar. Les positions longues considérables (achats de contrats d'euro-dollars) des banques d'origine non américaine, avec une valeur nominale égale à \$22 milliards à la fin du premier

Cotation des opérations financières à terme de taux d'intérêt*

Nombre de contrats, en milliers



* Total de six contrats financiers à terme de taux d'intérêt cotés au «Chicago Board of Trade» et à l'«International Monetary Market».

Participation des banques commerciales au marché des contrats à terme de taux d'intérêt des Etats-Unis

| Contrats | Banques établies aux Etats-Unis | Banques non établies aux Etats-Unis | Total |
|--|---|-------------------------------------|-------|
| | nombre de banques ayant notifié une position en 1983 ¹ | | |
| Court terme | | | |
| Dépôts en euro-dollars | 33 | 34 | 67 |
| Bons du Trésor des Etats-Unis | 40 | 20 | 60 |
| CD du marché américain | 34 | 11 | 45 |
| Long terme | | | |
| Obligations du Trésor des Etats-Unis | 35 | 19 | 54 |
| GNMA ² | 19 | 1 | 20 |
| «Notes» du Trésor des Etats-Unis | 24 | 4 | 28 |
| Un ou plusieurs des contrats ci-dessus | 64 | 47 | 111 |

¹ Etabli sur la base de données sur les positions des opérateurs dépassant les niveaux de déclaration minimaux pour chaque type de contrat. ² Government National Mortgage Association: organisme qui autorise l'émission de créances hypothécaires dont le remboursement du principal et le versement de l'intérêt sont garantis par le gouvernement américain.

trimestre de 1984, sont principalement, estime-t-on, le fait de banques qui décident de couvrir le risque d'intérêt lié aux dépôts à terme en euro-dollars de leur clientèle en achetant des contrats à terme en euro-dollars plutôt qu'en recourant aux transactions interbancaires. La participation des banques établies aux Etats-Unis dans les trois catégories de contrats à long terme de taux d'intérêt reflète leur participation en tant que courtiers aux marchés des titres du Trésor des Etats-Unis.

Répartition des positions de taux d'intérêt des contrats à terme
de taux d'intérêt aux Etats-Unis à la fin du premier trimestre de 1984

| Contrats | Valeur nominale totale des positions | Répartition des positions ¹ | | | | | |
|---|---|--|--------------------------------------|----------------------|--|--------------------------------------|----------------------|
| | | achats de contrats à terme banques commerciales | | | ventes de contrats à terme banques commerciales | | |
| | | établies aux Etats-Unis | non établies aux Etats-Unis | autres opérateurs | établies aux Etats-Unis | non établies aux Etats-Unis | autres opérateurs |
| | en milliards de dollars EU | en % du total | | | | | |
| Dépôts en euro-dollars | 62,0 | 28 | 36 | 36 | 14 | 1 | 85 |
| Bons du Trésor des Etats-Unis . . . | 48,8 | 10 | 1 | 89 | 9 | 1 | 90 |
| CD du marché américain | 31,0 | 19 | 2 | 79 | 16 | 1 | 83 |
| Obligations du Trésor des Etats-Unis | 15,8 | 7 | 0 | 93 | 9 | 0 | 91 |
| GNMA ² | 3,7 | 2 | 0 | 98 | 5 | 0 | 95 |
| Effets du Trésor des Etats-Unis . . | 2,2 | 13 | 0 | 87 | 7 | 0 | 93 |

¹ Etabli sur la base de données sur les positions des opérateurs dépassant les niveaux de déclaration minimaux pour chaque type de contrat. ² Government National Mortgage Association: organisme qui autorise l'émission de créances hypothécaires dont le remboursement du principal et le versement de l'intérêt sont garantis par le gouvernement américain.

D'une manière générale, les banques, américaines ou non, ont été de plus en plus attirées par l'utilisation tant des positions à terme que des positions sur le marché interbancaire pour gérer leur risque de taux d'intérêt. Tout d'abord, on a assisté à une réduction des commissions et à un accroissement de la liquidité des marchés financiers à terme. En second lieu, les positions de contrats à terme d'instruments financiers ne se reflètent pas dans les bilans des banques. L'utilisation des contrats à terme d'instruments financiers tend à réduire les contraintes imposées par le marché à l'ajustement des positions des banques ainsi que les contraintes réglementaires relatives aux structures financières. Pour certains observateurs, un tel traitement préférentiel des contrats à terme d'instruments financiers, par opposition aux opérations interbancaires, se justifie par les risques de crédit moindres liés aux règlements journaliers effectués sur les marchés organisés d'instruments financiers à terme.

Expansion ultérieure. Les grandes bourses de valeur d'Allemagne, du Japon et de Suisse ont étudié la possibilité de lancer la cotation d'instruments financiers de taux d'intérêt libellés respectivement en deutsche marks, en yens japonais et en francs suisses. Des contrats à terme directs de taux d'intérêt concurrence- raient, parmi les autres formules de gestion du risque de taux d'intérêt dans ces

trois monnaies, les cotations combinées des contrats de taux d'intérêt et de monnaies sur les bourses existantes de Chicago et de Londres. Les organisateurs potentiels de ces nouvelles bourses se rendent compte qu'il est très risqué d'engager le capital requis par de tels efforts d'organisation, étant donné que la demande tendancielle des agents économiques de techniques de gestion spécifiques du risque financier doit être suffisante pour justifier le coût de l'organisation et du maintien en fonctionnement des marchés financiers à terme. On peut notamment se demander s'il est nécessaire et possible de créer des marchés de contrats à terme de taux d'intérêt dans des pays qui bénéficient d'un environnement traditionnellement stable en matière de taux d'intérêt. En revanche, on peut aussi faire remarquer que, même dans ces pays, la sensibilité au risque de taux d'intérêt s'est considérablement accrue ces dernières années. Enfin, au Japon, l'introduction de marchés de contrats de taux d'intérêt pourrait avoir une influence positive sur le fonctionnement du marché des titres d'Etat.

Marchés financiers à terme et action des autorités

L'apparition de marchés financiers à terme pose un certain nombre de questions aux autorités; tout d'abord, l'influence possible de ces contrats sur le fonctionnement des mécanismes de transmission monétaires; ensuite, l'impact des marchés financiers à terme sur la solidité des systèmes financiers; et, enfin, l'effet de ces opérations sur le fonctionnement global des marchés des capitaux.

Politique monétaire. L'élargissement de la participation aux marchés financiers à terme et l'accroissement du nombre de ce type de contrats pourraient affecter sensiblement, tout comme les autres innovations financières, la définition et la mesure des divers agrégats monétaires et de crédit larges. Il a été souligné aussi que la présence des marchés de contrats à terme de taux d'intérêt peut permettre à des secteurs économiques traditionnellement sensibles aux variations des taux d'intérêt de se mettre à l'abri des fluctuations de ces derniers et, partant, réduire l'efficacité globale de la politique monétaire. Cet argument n'est toutefois guère fondé, comme indiqué précédemment, étant donné que les marchés financiers à terme ne modifient pas les coûts d'opportunité des différentes activités.

Solidité. Les marchés financiers à terme réduisent le coût de la constitution de positions, mais leur existence n'intervient pas dans la décision d'un agent économique de prendre plus ou moins de risques sur les taux d'intérêt. L'introduction des marchés de contrats de taux d'intérêt a suscité certaines préoccupations au sujet de l'adéquation des déclarations financières fournies sur l'exposition au risque de taux d'intérêt. En particulier, les autorités de contrôle bancaire examinent maintenant la question de savoir comment prendre en compte la position en contrats à terme de taux d'intérêt d'une banque lors de la détermination de son exposition au risque de taux d'intérêt.

Fonctionnement global des marchés financiers à terme. Dans la mesure où les marchés financiers à terme contribuent à réduire les ressources consacrées à la gestion du risque d'intérêt, leur utilisation abaisse le coût total des ressources des

marchés financiers. L'acceptation du principe selon lequel les contrats financiers à terme améliorent l'efficacité des marchés financiers a conduit à recommander de supprimer différentes restrictions légales et réglementaires affectant l'utilisation des contrats à terme, telles que celles qu'appliquent certains organismes de contrôle d'Etat américains aux compagnies d'assurances. Inversement, il a été souligné que l'acceptation par les organismes publics de telles techniques de gestion du risque se traduit par un affaiblissement de la pression exercée sur les autorités monétaires et budgétaires pour les amener à adopter des politiques appropriées.

IV. POLITIQUE MONÉTAIRE ET TAUX D'INTÉRÊT

Faits saillants

Les stratégies à moyen terme visant à modérer et à stabiliser l'inflation ainsi que les anticipations inflationnistes ont continué de déterminer l'évolution monétaire l'an dernier. Toutefois, pour diverses raisons – fléchissement antérieur de l'inflation et des taux d'intérêt, poursuite de l'innovation financière et mouvements internationaux de fonds –, le cours de cette évolution et les variations des agrégats monétaires ont été, dans certains pays, difficiles à interpréter. Aux Etats-Unis, les agrégats clés ont rapidement progressé vers la fin de 1982 et au début de 1983 sous l'influence du ralentissement marqué de l'inflation, de l'apparition d'une forte demande d'encaisses de précaution et de l'introduction de nouveaux instruments financiers importants. Les autorités monétaires ont cependant essayé de tenir dûment compte de ces variations et, au second semestre, les relations entre la masse monétaire et l'activité économique ont semblé de nouveau plus stables. Des rythmes élevés d'expansion monétaire ont été également enregistrés dans certains autres pays au premier semestre de 1983, mais essentiellement en raison de perturbations de nature temporaire.

Aux Etats-Unis, la demande de crédit du secteur privé s'est accrue à partir du second semestre, mais la croissance des agrégats monétaires clés s'est ralentie sous l'influence d'un retour de la confiance des consommateurs et des entreprises et d'une correction de l'orientation de la politique monétaire. Au début de 1984, devant l'absence de signes d'affaiblissement de la reprise et l'intensification des tensions sur le marché, les autorités monétaires ont dû prendre en considération le risque d'une recrudescence de l'inflation. Le taux de l'expansion monétaire s'est également ralenti dans certains autres grands pays vers la fin de 1983, et, en général, les objectifs fixés pour 1984 visent à maintenir un rythme fort modéré d'expansion monétaire.

Aux Etats-Unis, les taux d'intérêt tant à court qu'à long terme ont augmenté au cours de l'année dernière. Sur plusieurs places européennes et au Canada, les taux du court terme ont cessé de baisser au printemps de 1983 et n'ont guère varié dans l'ensemble par la suite. Cependant, bien que les facteurs de reprise en Europe soient restés faibles, les rendements des obligations ont commencé à progresser au même rythme que les taux d'intérêt américains, sous l'effet du raffermissement du dollar. Au Japon, les taux d'intérêt ont diminué au total en 1983, mais l'ampleur limitée de ce fléchissement reflète des considérations de taux de change dont les autorités ont dû tenir compte dans la formulation de la politique monétaire. Au début de 1984, en présence d'un affaiblissement du dollar, les taux d'intérêt ont encore monté aux Etats-Unis alors qu'ils enregistraient une baisse dans d'autres pays. Au printemps, toutefois, les taux d'intérêt plus élevés aux Etats-Unis ont contribué à renforcer le dollar, et le loyer de l'argent a augmenté au Royaume-Uni et au Canada.

Par suite de la fermeté des taux d'intérêt nominaux et de la réduction simultanée des taux d'inflation, les taux d'intérêt réels ont continué de s'accroître dans de nombreux pays l'an dernier. Aux Etats-Unis, où l'augmentation semble avoir été particulièrement forte, elle peut s'expliquer notamment par les besoins d'emprunt considérables, tant actuels que futurs, des administrations publiques, ainsi que par la reprise de la demande de crédit du secteur privé liée à l'accélération de l'activité économique. Du fait de l'action stimulante de la fiscalité sur la demande, les niveaux élevés des taux d'intérêt réels n'ont pas empêché un redressement de l'investissement privé — mais ils ont favorisé d'importantes entrées de capitaux, contribuant ainsi à la fermeté du dollar et, par tant, à l'accroissement du déséquilibre de la balance des paiements courants des Etats-Unis. Dans d'autres grands pays, les déficits budgétaires structurels ont été réduits pour créer les conditions propres à faciliter la reprise de l'investissement privé et de la croissance. Dans des circonstances plus normales, cette politique de compression budgétaire aurait dû aider à abaisser les taux d'intérêt réels en Europe et au Japon. Or, ils sont restés fort élevés dans certains pays, sous l'influence des taux pratiqués aux Etats-Unis et sur les marchés internationaux, et ils ont contribué à la faiblesse persistante des investissements en capital fixe.

Evolution de la masse monétaire et des politiques axées sur les agrégats

L'évolution des agrégats monétaires l'an dernier a encore été influencée par divers facteurs, permanents, temporaires ou purement fortuits. En même temps, les stratégies de régulation des agrégats monétaires n'ont pas perdu de vue leur orientation à moyen terme. Que les objectifs soient publiés pour plusieurs années à l'avance ou année par année, ils expriment l'intention des autorités d'éviter que la politique ne s'écarte systématiquement ou durablement d'une ligne directrice cohérente. Dans aucun pays, la gestion monétaire ne vise actuellement à contrôler étroitement les agrégats sur des périodes inférieures à plusieurs mois ou plusieurs trimestres. Cependant, quand l'évolution monétaire semble s'écarter de la trajectoire fixée par l'objectif, les autorités doivent se demander si l'objectif initial demeure approprié ou s'il y a lieu de modifier la formulation des moyens d'action. Il est possible qu'elles doivent prendre en considération de nombreuses catégories d'indicateurs. Les perturbations enregistrées l'an dernier ont été différentes selon les pays. Dans la plupart des cas, elles se sont avérées temporaires, bien qu'aux Etats-Unis l'influence d'une atténuation des anticipations inflationnistes sur la demande de monnaie ait semblé justifier une hausse unique du niveau de la masse monétaire. Dans l'ensemble, on pouvait raisonnablement espérer que les difficultés se révéleraient surmontables et que l'approche fondée sur la fixation d'objectifs resterait utile dans l'avenir, à condition d'interpréter soigneusement les influences sous-jacentes.

Pendant la majeure partie du premier semestre de l'an dernier, il apparaît que les agrégats monétaires clés, dans plusieurs pays industriels, ont connu une expansion très rapide par rapport aux objectifs fixés par les autorités pour l'année. Tout comme aux Etats-Unis, il semble que cette évolution ait reflété, dans certains cas, les effets de la désinflation sur les anticipations inflationnistes

et sur le désir de détenir des encaisses liquides. Il faut toutefois tenir compte d'importantes différences pour analyser cette évolution. Le système financier, en particulier, a subi de profondes modifications aux Etats-Unis et au Royaume-Uni et, dans une certaine mesure également, dans divers autres pays. En Allemagne, en revanche, l'évolution monétaire a été influencée par des perturbations internes et externes d'un genre assez différent. Les objectifs assignés à certains agrégats aux Etats-Unis ont été ajustés durant l'année, mais aucun changement de ce type n'a été opéré dans les autres pays. En Allemagne et aux Etats-Unis, l'orientation de la politique a été modifiée, mais il n'en est résulté qu'un mouvement de taux d'intérêt relativement modeste. D'une manière assez générale, pourtant, à la fin de l'année 1983 et au début de 1984, l'expansion des agrégats suivis a été assez conforme à la trajectoire prévue, malgré l'accélération de l'activité économique dans la plupart des cas.

L'évolution monétaire aux *Etats-Unis*, l'an dernier, doit être replacée dans le cadre de l'innovation financière et des changements d'ordre réglementaire qui avaient sensiblement modifié la gamme des instruments financiers mis à la disposition du public.

Au cours de l'année 1982, dans un contexte de récession et de recul spectaculaire de l'inflation, la masse monétaire au sens étroit avait commencé à s'accroître très rapidement et semblait devenir un indicateur de moins en moins sûr de la politique monétaire. A la suite de l'autorisation donnée aux ménages, à la fin de 1982 et au début de 1983, d'utiliser à des fins de transactions deux nouvelles catégories de comptes rémunérés — comptes «super NOW» (comptes d'épargne utilisables pour des règlements) et comptes de dépôts du marché monétaire —, une forte croissance de M_2 a également été constatée. Devant l'incertitude de la situation, la Réserve fédérale a fixé, en février 1983, les fourchettes de croissance de M_1 et M_2 pour cette même année à 4–8% et 7–10% respectivement, ce qui constituait une révision en hausse et un élargissement de ces fourchettes par rapport à 1982; en outre, la période février–mars 1983 (au lieu du quatrième trimestre comme c'était le cas habituellement) a été retenue comme base pour mesurer la croissance de M_2 . La Réserve fédérale annonça que, pour l'instant, le contrôle porterait sur M_1 et l'endettement total des secteurs internes non financiers, mais qu'elle continuerait à attacher une grande importance au comportement des agrégats monétaires larges.

Au printemps, la politique de la Réserve fédérale est devenue un peu moins accommodante en ce qui concerne l'approvisionnement des banques en réserves non empruntées. Entre mai et août, le taux des fonds fédéraux a été relevé d'un point environ. Partant de l'idée que la précédente expansion de M_1 devait être considérée comme un phénomène exceptionnel qui ne devrait ni s'inverser ni se poursuivre, une nouvelle base de mesure de la progression de M_1 a été établie en juillet. Au second semestre, la croissance de cet agrégat s'est ralentie, mais, comme l'ont révélé les statistiques révisées publiées au début de 1984, son taux de croissance s'est maintenu à proximité du milieu de la fourchette-objectif.

Les fourchettes de croissance des agrégats pour 1984, publiées en février, étaient inférieures d'un demi-point à un point à celles qui furent fixées en 1983.

La Réserve fédérale a fait savoir que, pour l'instant, il serait approprié que la croissance de M_1 se maintienne à proximité du milieu de la fourchette-objectif, ajoutant que le Conseil des gouverneurs continuerait à accorder, dans l'application de sa politique, une place importante aux agrégats larges.

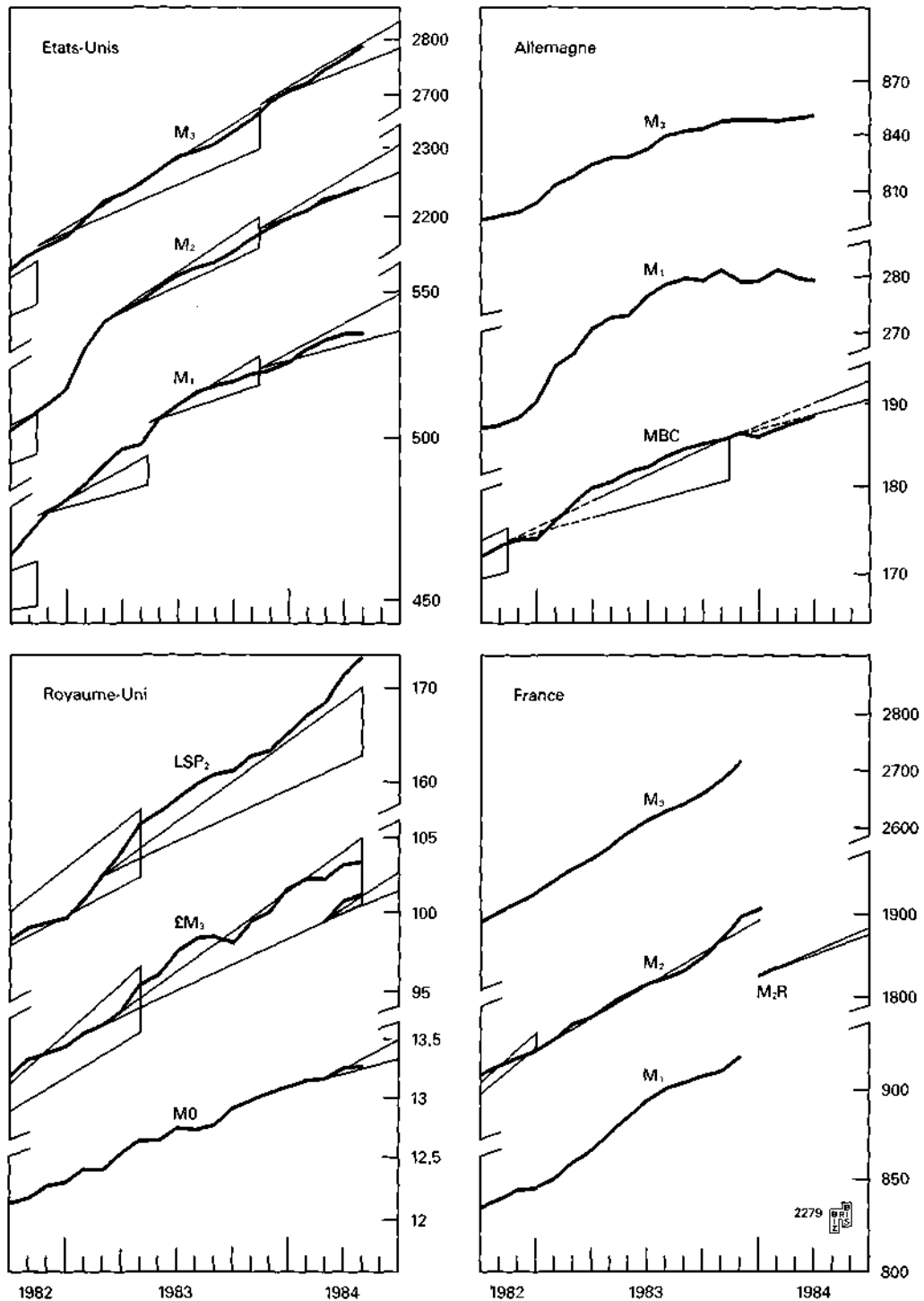
Depuis le milieu de 1982, les techniques de régulation monétaire de la Réserve fédérale, bien que demeurant axées sur l'approvisionnement en réserves des banques, n'ont pas comporté de réactions automatiques aux mouvements à court terme de la masse monétaire. Aucun objectif précis n'a été fixé aux taux d'intérêt, mais le taux des fonds fédéraux a été en général beaucoup moins instable que pendant la période octobre 1979–juin 1981. Le passage, en février 1984, à un système de comptabilisation immédiate des réserves obligatoires, opération préparée de longue date, devrait permettre un contrôle plus serré, à court terme, de la masse monétaire au sens étroit. Toutefois, devant les incertitudes entourant ce changement et celles qui demeurent liées à l'interprétation de l'évolution de M_1 , le Conseil des gouverneurs a décidé de ne pas modifier sensiblement ses techniques opérationnelles.

En *Allemagne*, l'innovation financière n'a pas entraîné de distorsions sérieuses dans l'évolution de la situation monétaire; la monnaie centrale, en particulier, n'a rien perdu de son utilité en tant qu'objectif intermédiaire.

En 1982, l'expansion de la monnaie centrale s'était située dans la moitié supérieure de la fourchette-objectif officielle, exactement comme la Bundesbank l'avait envisagé en fixant l'objectif, et, au début de 1983, on prévoyait qu'il en serait de même pour l'année qui vient de s'écouler. La rapidité de l'expansion monétaire pendant les premiers mois de l'an dernier, comme la Bundesbank l'avait alors reconnu, a été principalement imputable à des facteurs spéciaux – notamment aux entrées de capitaux liées aux tensions qui se sont exercées sur les taux de change au sein du Système monétaire européen. Cependant, les prêts bancaires commençaient à s'amplifier rapidement et la progression des placements à plus long terme auprès des banques se ralentissait. Sous l'influence d'une gestion plus restrictive du marché monétaire à partir du printemps, le rythme de l'expansion monétaire s'est fait moins rapide et, pour l'ensemble de l'année, l'expansion de la monnaie centrale s'est maintenue exactement à l'intérieur de la fourchette-objectif. La limite supérieure de la fourchette pour 1984 était plus basse que celle de 1983, mais la nouvelle fourchette pouvait permettre à l'expansion de l'agrégat de se poursuivre à une cadence proche de celle du second semestre de 1983. En janvier–mars 1984, le rythme de croissance de la monnaie centrale a été fort modéré.

Au *Royaume-Uni*, les taux d'expansion de la plupart des agrégats ont dépassé la limite supérieure de la fourchette-objectif officielle pendant le printemps et l'été de 1983, les agrégats larges ayant enregistré un accroissement très sensible. La concurrence accrue que se livrent les intermédiaires financiers pour la collecte des dépôts du secteur des ménages semble avoir joué un rôle à cet égard. Tenant compte d'autres indicateurs de la situation financière, les autorités se sont abstenues d'agir sur les taux d'intérêt, et, de fait, la croissance des agrégats s'est ralentie. Pour la période 1984–85, une nouvelle fourchette-objectif plus étroite a été fixée à M_3 sterling (redéfini de façon à exclure les dépôts du

Agrégats monétaires: objectifs et évolution*
en milliards d'unités monétaires nationales



* Pour la définition des agrégats, voir le tableau ci-contre; échelle semi-logarithmique. Pour la France, moyennes mobiles centrées sur trois mois.

secteur public), et une fourchette plus basse a été publiée pour un agrégat de définition étroite, M_0 , qui ne comprend que les engagements des autorités monétaires – essentiellement les billets et monnaies en circulation. Le comportement de ces agrégats sera interprété en fonction de l'évolution de M_2 (encaisses de transaction), de LSP_2 (liquidité du secteur privé) et d'autres indicateurs financiers, y compris le taux de change. Dans le discours de présentation du budget, le Chancelier de l'Echiquier a également réaffirmé l'engagement du gouvernement envers des objectifs de stabilisation à moyen terme de la masse monétaire, en publiant des normes de plus en plus basses pour l'expansion monétaire durant les périodes annuelles d'application des objectifs allant jusqu'à 1988-89.

Au Japon, la croissance de M_2 et des CD a été assez modérée et stable tout au long de l'année dernière. Bien que l'activité économique n'ait progressé que lentement, la Banque du Japon a différé un assouplissement de la politique monétaire en raison de la faiblesse du yen par rapport au dollar EU. Le taux d'escompte officiel a été ramené de 5½% à 5% en octobre. En France, le crédit bancaire a été maintenu dans des limites strictes et les placements du public en actifs non monétaires se sont fortement accrus. Toutefois, en présence du renforcement des réserves officielles de change et de perturbations survenues vers

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

| Pays | Agrégat monétaire ou de crédit ¹ | Objectif ² pour 1983 ³ | Expansion monétaire ou du crédit ⁴ en 1983 | Objectif ² pour 1984 ³ | Variations de l'expansion monétaire ou du crédit sur quatre trimestres, moyennes trimestrielles | | | | |
|-----------------------|---|--|---|--|---|--------------------|---------------------|---------------------|------------------------|
| | | | | | 1983 | | | | 1984 premier trimestre |
| | | | | | premier trimestre | deuxième trimestre | troisième trimestre | quatrième trimestre | |
| en % ⁵ | | | | | | | | | |
| Etats-Unis | M ₁ | 5-9 | 7,2 | 4-8 | 9,4 | 12,0 | 12,9 | 10,0 | 8,5 |
| | M ₂ | 7-10 | 8,3 | 6-9 | 12,5 | 13,3 | 12,7 | 12,1 | 8,4 |
| | M ₃ | 6½-9½ | 9,7 | 6-9 | 10,6 | 10,4 | 9,7 | 9,7 | 9,2 |
| | TDND | 8½-11½ | 10,6 | 8-11 | 9,1 | 10,0 | 10,1 | 10,6 | 11,5 |
| Japon | M ₂ +CD | 7 | 6,8 | 8 | 6,7 | 7,4 | 7,6 | 6,8 | 7,8 |
| Allemagne fédérale | MC | 4-7 | 7,0 | 4-6 | 7,1 | 7,5 | 7,7 | 7,0 | 5,4 |
| France | M ₂ | 9 | 10,2 | 5½-6½ | 11,4 | 9,8 | 8,1 | 9,7 | . |
| Royaume-Uni | M0 | - | - | 4-8 | 3,9 | 6,3 | 6,3 | 6,4 | 5,8 |
| | M ₁ | 7-11 | 10,5 | - | 11,6 | 15,2 | 13,2 | 11,2 | 11,3 |
| | EM ₃ | 7-11 | 10,0 | 6-10 | 9,8 | 11,0 | 10,8 | 9,9 | 10,1 |
| | LSP ₂ | 7-11 | 12,1 | - | 9,3 | 11,4 | 12,3 | 12,1 | 12,3 |
| Italie | CIT | 18 | 20,6 | 17½ | 20,4 | 20,6 | 20,4 | 20,6 | . |
| Suisse | MCA | 3 | 3,6 | 3 | 7,6 | 2,4 | 2,6 | 2,0 | 1,1 |

¹ TDND = endettement total intérieur des secteurs non financiers; MC = monnaie centrale; MCA = monnaie centrale ajustée; EM_3 = M_3 sterling; LSP_2 = liquidité du secteur privé; CIT = crédit interne total. ² Pour le Japon, projection uniquement; pour la France, limites. Pour l'Italie, les pourcentages sont établis sur la base de limites exprimées en liras.

³ Périodes allant d'un quatrième trimestre à l'autre pour les Etats-Unis (sauf pour M_1 et M_2 en 1983), le Japon (1983) et l'Allemagne, et de décembre à décembre pour l'Italie. Périodes établies sur la base des moyennes novembre-janvier pour la France et sur les mois de février 1983 et 1984 pour le Royaume-Uni. Moyennes annuelles pour la Suisse. En ce qui concerne les Etats-Unis, les objectifs indiqués pour M_1 et M_2 en 1983 sont ceux qui ont été établis en juillet 1983 pour des périodes allant de février-mars (M_1) et du deuxième trimestre (M_2) au quatrième trimestre. En février 1984, la définition de M_3 a été modifiée de façon à inclure les euro-dollars à terme détenus par les résidents américains. Pour le Japon, on indique pour 1984 la projection d'un deuxième trimestre à l'autre. Pour la France, l'objectif concernant 1984 s'applique à M_2R , qui ne comprend que les avoirs inclus dans M_2 détenus par les résidents. Pour le Royaume-Uni, la définition de EM_3 pour 1984-85 a été modifiée, en vue d'exclure les dépôts du secteur public. ⁴ Calculée sur la même base que l'objectif. ⁵ En taux annuels, lorsque la période est autre qu'un an.

la fin de l'année, la croissance de M_2 , en 1983, a dépassé la limite extrêmement restrictive qui lui avait été assignée par le gouvernement lors de l'annonce de son programme de stabilisation économique. Pour 1984, l'objectif se réfère uniquement à la composante de M_2 détenue par les résidents (M_2R) et implique un ralentissement prononcé de l'expansion monétaire et du crédit. En *Suisse*, la croissance de la base monétaire s'est légèrement accélérée l'an dernier, dans le contexte des interventions officielles effectuées sur le marché des changes lors du raffermissement du franc suisse par rapport aux autres monnaies européennes. Pour 1984, l'objectif n'a pas été modifié. En *Italie*, où l'agrégat choisi est le crédit interne total, l'objectif fixé pour 1983 n'a pu être atteint, du fait que les besoins d'emprunt des administrations publiques ont encore largement dépassé l'estimation officielle. La progression sensible des actifs détenus par le public sous forme de valeurs mobilières a toutefois contribué à modérer l'expansion de M_2 et, dans une moindre mesure, celle de M_3 . Le plafond obligatoire du crédit bancaire au secteur privé a été supprimé en juin, les autorités envisageant d'agir davantage à l'avenir sur les positions de réserve des banques pour la régulation monétaire et du crédit.

Une rapide expansion des agrégats clés a été enregistrée au premier semestre, l'an dernier, dans certains pays européens plus petits, notamment aux *Pays-Bas*, en *Autriche* et au *Danemark*. Dans la plupart des cas, toutefois, cette évolution est intervenue en présence d'une baisse des taux d'intérêt nominaux et d'un recul de l'inflation, sous l'action d'une politique monétaire non accommodante axée davantage sur d'autres variables. Au *Danemark*, où M_2 s'est accru de 24% en 1983, les rendements des obligations ont fortement fléchi par rapport aux taux d'intérêt sur les dépôts, et les banques ont répondu aux modifications des préférences du public en matière d'actifs en effectuant d'importants achats nets d'obligations.

Aucune des difficultés rencontrées l'an dernier dans les pays qui poursuivent des politiques d'objectifs monétaires ne s'est révélée insurmontable et, dans tous les cas, l'utilité de la fixation d'objectifs aux agrégats a été réaffirmée. Au *Canada*, où l'on a renoncé à fixer un objectif à M_1 en 1982 à cause de continues innovations financières, on a poursuivi, l'an passé, la recherche d'un agrégat mieux adapté. Dans plusieurs pays européens, la fixation d'objectifs aux agrégats monétaires ou de crédit est considérée comme complémentaire aux efforts de stabilisation des taux de change dans telle ou telle zone et, aux *Etats-Unis*, il s'est avéré récemment que la politique d'objectifs monétaires était compatible avec une stabilité des taux d'intérêt bien plus grande qu'avant le second semestre de 1982.

Ces dernières années, diverses solutions ont été proposées pour remplacer la méthode de fixation d'objectifs monétaires. Il s'agit notamment de systèmes dans lesquels la politique monétaire serait axée sur des objectifs à court terme pour le PNB nominal, les cours des matières premières ou les taux d'intérêt réels, ou encore sur la stabilisation des taux de change à l'échelle mondiale. L'année dernière, toutefois, toutes ces variables ont été fortement influencées par des perturbations et des déséquilibres d'origine non monétaire. Leur choix en tant que variables-objectifs, dans les conditions que l'on a connues l'an passé,

aurait pu comporter des politiques monétaires plus expansionnistes, qui risquaient de compromettre les gains durement acquis depuis quelques années en matière de stabilisation des anticipations inflationnistes.

Les politiques d'agrégats monétaires et la reprise économique

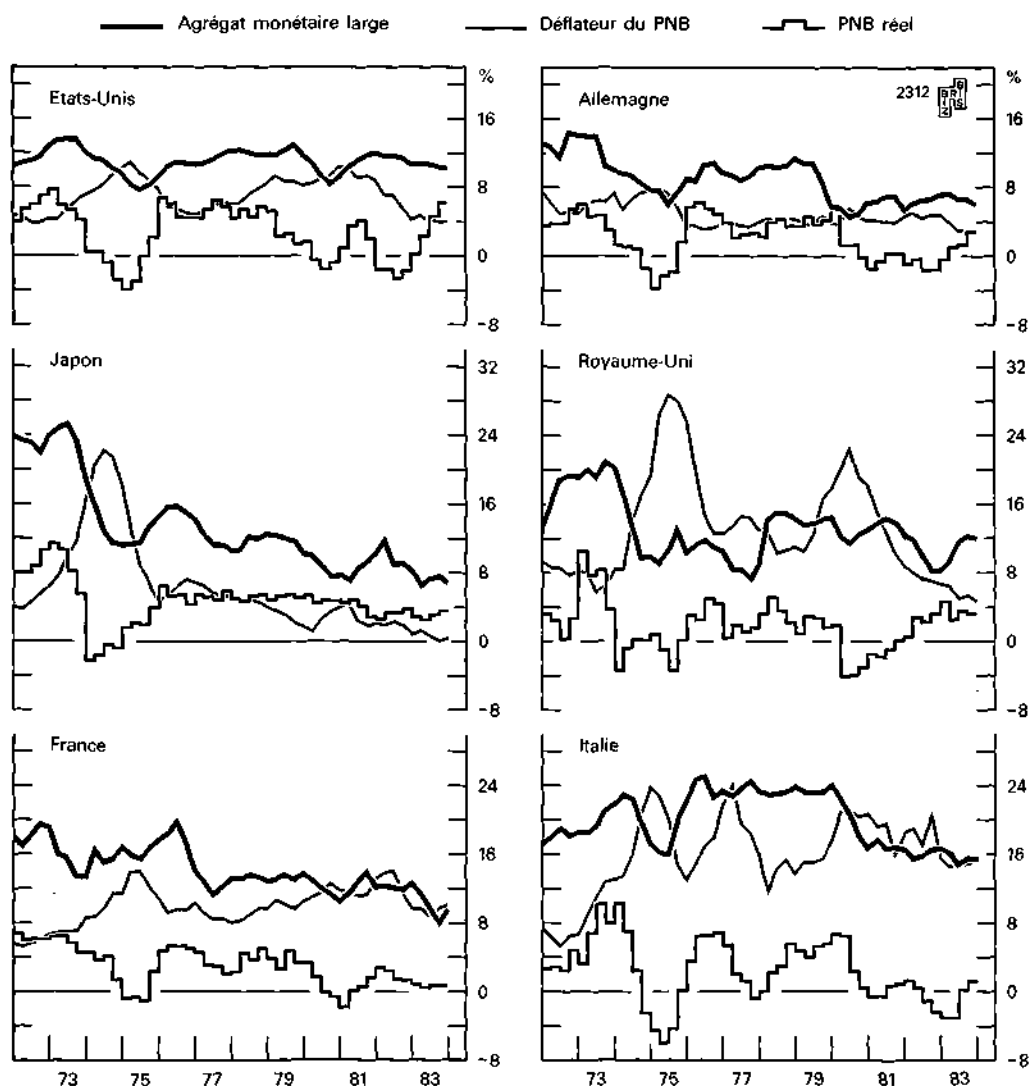
Les objectifs d'expansion monétaire des divers pays sont conçus de manière à permettre un certain taux de croissance économique en termes réels. Il en est ainsi tout au moins si le rythme de l'inflation est contenu dans des limites estimées compatibles avec des taux d'expansion monétaire stables ou en baisse sur le moyen terme.

Les stratégies d'agrégats offrent à la politique monétaire d'autres possibilités d'étayer une reprise économique naissante, dans des limites, il est vrai, assez étroites. Là où les objectifs monétaires annuels sont établis sur la base du potentiel de croissance économique, ils fournissent un certain stimulant automatique lorsque l'accroissement effectif de la production se situe en dessous du potentiel. La possibilité de viser différentes parties de la fourchette-objectif peut conférer un certain degré de souplesse. Il est généralement admis que, dans certains pays, la relation entre la masse monétaire et le PNB nominal – la vitesse-revenu de la masse monétaire – peut se modifier durablement lorsque les taux d'inflation reculent brusquement ou temporairement dans un contexte de fragilité financière. La politique des Etats-Unis au cours des deux dernières années a tenu compte de ce genre de modifications.

D'une façon plus générale, la relation entre la masse monétaire, la production et les prix est conditionnée par les taux d'intérêt. Dans la mesure où les autorités s'efforcent d'éviter des fluctuations excessives des taux d'intérêt, leur politique tend à satisfaire les modifications de la demande de monnaie sur le court terme. Elles savent pertinemment, toutefois, qu'il est risqué de vouloir s'opposer aux tensions exercées sur les taux d'intérêt par des déséquilibres sur les marchés de capitaux et par une vive reprise économique susceptible de raviver les anticipations inflationnistes. C'est précisément dans ces situations que les stratégies d'agrégats monétaires peuvent se révéler les plus utiles en entretenant la confiance et en contribuant à faire reconnaître, et généralement comprendre, la nécessité d'une réaction appropriée de la part de la politique monétaire.

En réalité, l'évolution récente de la situation monétaire semble avoir été nettement différente de ce qu'elle avait été durant les précédentes reprises économiques. C'est ce qui ressort du graphique retraçant l'évolution des taux d'expansion des agrégats monétaires larges, des rythmes de croissance de la production et du déflateur du PNB. Les agrégats larges ne sont pas utilisés directement comme variables-objectifs dans tous les pays, notamment parce qu'en général les autorités monétaires ne peuvent pas les contrôler aussi efficacement que les agrégats étroits, lorsqu'elles ont recours principalement à l'instrument des taux d'intérêt. Dans de nombreux cas, cependant, les agrégats larges sont moins influencés par les variations des préférences de portefeuille du public, liées aux innovations financières. Enfin, en certaines circonstances, le fait que normalement ces agrégats reflètent étroitement les variations de la situation budgétaire

Agrégats monétaires larges, prix et PNB en termes réels
variations en % sur quatre trimestres*



* Sur la base de moyennes trimestrielles pour les agrégats monétaires, (pour les Etats-Unis, L (liquidité au sens large); pour le Japon, $M_2 + CD$; pour la France, M_2 ; pour l'Allemagne et l'Italie, M_3 ; pour le Royaume-Uni, LSP_2).

de l'Etat, du crédit au secteur privé et de la balance des paiements du pays considéré est un avantage.

Dans la plupart des pays figurant dans le graphique, les taux d'expansion des agrégats larges ont été nettement plus modérés en moyenne ces dernières années qu'au début des années soixante-dix. Alors que, dans le passé, une vive accélération des taux de croissance monétaire était souvent liée à une reprise conjoncturelle de la production, les taux d'expansion des agrégats larges sont généralement demeurés assez modérés l'an dernier. Ces taux semblent cependant élevés par rapport au rythme d'inflation dans certains pays. Comme chacun sait,

des comparaisons simples de ce genre montrent que, si des fluctuations amples des agrégats peuvent être évitées, le risque de résurgence de l'inflation s'en trouvera réduit. De même, lorsque les taux d'inflation sont faibles par rapport aux taux d'expansion monétaire, il s'ensuit habituellement un accroissement de la production. Aussi approximative que puisse être toute conclusion fondée sur de telles comparaisons simplistes, elle illustre néanmoins la thèse que la présence simultanée de taux d'expansion modérés de la masse monétaire au sens large et de taux d'inflation relativement faibles observée l'an passé dans la plupart des pays augure bien de l'avenir — à supposer que ces conditions puissent se perpétuer.

L'examen de l'évolution de la vitesse-revenu fournit de plus amples renseignements sur l'interaction entre la demande et l'offre de monnaie. Sur le graphique de la page 76, les écarts en pourcentage de la vitesse de circulation des agrégats larges et étroits par rapport à une droite tendancielle sont rapportés à l'évolution des taux d'intérêt à court terme. D'une manière générale, l'évolution de la vitesse de circulation par rapport à l'évolution tendancielle sur toute la période, conjointement à d'autres informations, donne à penser que des modifications de tendance se sont produites au cours de la période considérée aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, au Japon, en France et en Italie, alors qu'aucune modification importante de ce genre n'a eu lieu en Allemagne. Dans quelques cas, ces modifications structurelles sont clairement attribuables à l'innovation financière, alors que, dans d'autres, elles semblent traduire principalement des changements dans la méthode de régulation monétaire elle-même.

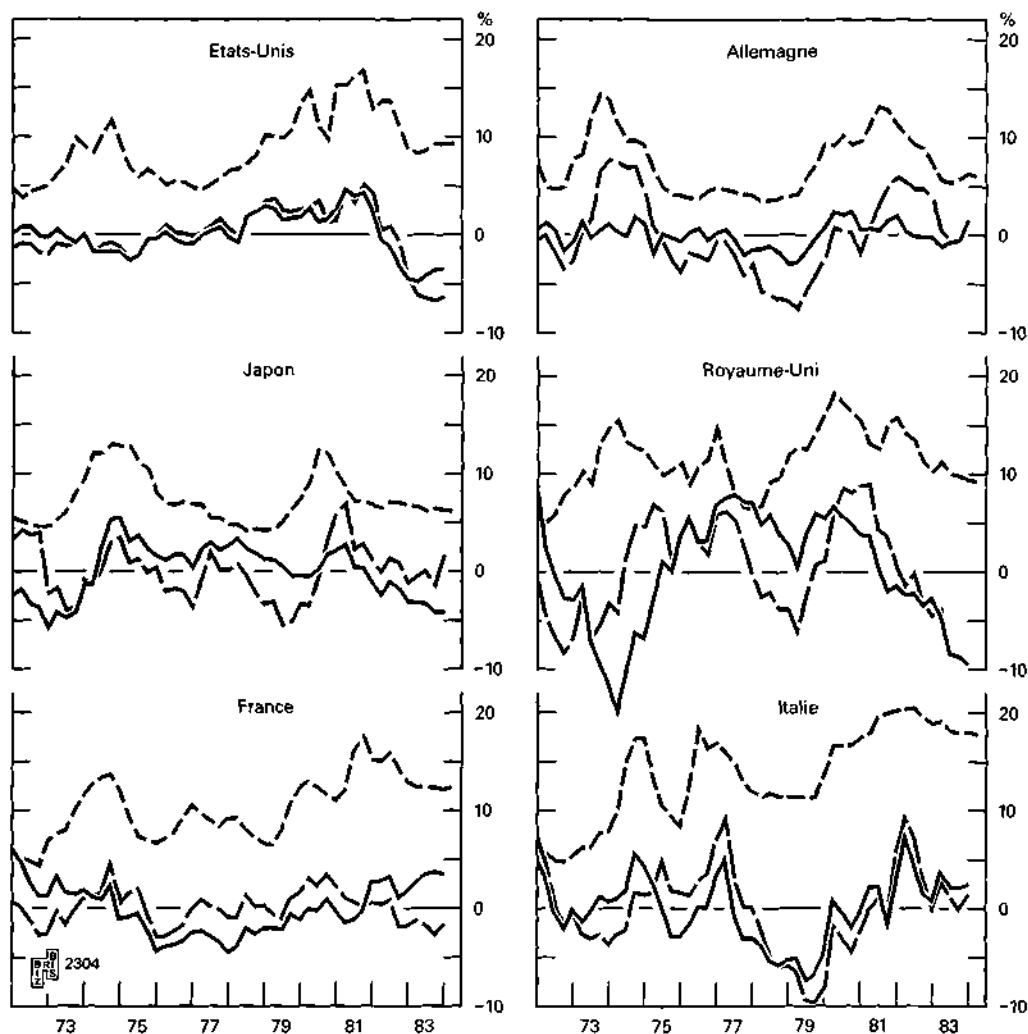
La relation étroite et constante observée entre la vitesse de M_1 , en particulier, et les taux d'intérêt dans le cas de l'Allemagne contraste de manière frappante avec les rapports complexes ou distendus constatés pour certains autres pays. Dans certains cas, les facteurs conjoncturels semblent jouer un rôle autonome important, variable cependant d'un pays à l'autre. Aux Etats-Unis, par exemple, la vitesse diminue généralement en période de récession, alors que dans d'autres pays (Japon, France) elle semble augmenter habituellement avec le ralentissement de l'octroi de crédits, ce qui donne à penser qu'une partie de l'endettement représentant une contrepartie de la masse monétaire est assez largement remboursée. En France et en Italie, où les taux d'intérêt demeurent élevés, l'écart par rapport à la vitesse tendancielle semble supérieur à ce qu'il était d'habitude au début des reprises conjoncturelles. Au Japon et en Allemagne, en revanche, la vitesse paraît davantage en conformité avec l'expérience antérieure, et rien n'indique que l'expansion monétaire ait été excessive ou que la politique monétaire n'ait pas nourri la reprise économique. Au Royaume-Uni, l'innovation financière a certainement exercé une influence récemment.

Le comportement remarquable de la vitesse de M_1 aux Etats-Unis au cours des deux années écoulées retient tout spécialement l'attention. Alors que la baisse de 1982, sensiblement plus prononcée que les reculs observés durant toutes les récessions de l'après-guerre, s'est poursuivie au début de 1983, la hausse enregistrée sur l'ensemble de l'année dernière a été beaucoup plus faible

que celle qui caractérisait habituellement la première année de reprise. Il s'ensuit évidemment que, si l'expansion de M_1 a bien annoncé, comme à l'accoutumée, une reprise économique, elle a « surestimé » de loin l'ampleur de l'accroissement de la production. Cela est dû en grande partie au fait que M_1 comprend des comptes d'épargne utilisables pour les règlements (comptes NOW) qui furent autorisés sur le plan national en 1981 et permirent d'attirer des fonds d'épargne et des encaisses de précaution, surtout lorsque les rendements offerts par d'autres avoirs plus attrayants se sont inscrits en baisse.

Taux d'intérêt et vitesse-revenu des agrégats monétaires

- Vitesse de circulation de l'agrégat monétaire large*
- - - Vitesse de circulation de l'agrégat monétaire étroit*
- - - Taux d'intérêt à court terme représentatifs



* Ecart par rapport à la tendance figurée par une ligne droite dans le graphique, sur la base des moyennes trimestrielles, pour les agrégats monétaires, qu'ils soient larges (mêmes définitions que dans le graphique de la page 74) ou étroits (M_1).

Aux fins de la régulation monétaire, la question qui se pose dans un contexte d'innovations n'est pas tellement de savoir si la vitesse a été stable, mais plutôt si elle était prévisible, compte tenu des modifications qui étaient en train de s'effectuer. La difficulté, l'an passé, était de déterminer dans quelle mesure les modifications de fin 1982 et début 1983 seraient permanentes. Pour autant que la baisse précédente de la vitesse de M_1 était imputable à la progression inhabituelle des encaisses de précaution en période de récession, la remontée au second semestre de l'an passé aurait pu être interprétée simplement comme un retour de la confiance. Le fait que, dans le même temps, la hausse des taux d'intérêt à court terme a été modeste donne à penser que le ralentissement de l'expansion de M_1 a été dû principalement à un revirement de la demande de monnaie et n'a pas simplement résulté de la politique restrictive. L'évolution récente de la vitesse de M_2 s'est moins écartée de l'évolution antérieure; étant donné toutefois que, dans la composition de cet agrégat, les instruments assortis de taux d'intérêt réglementés ont nettement cédé le pas à des instruments dont les taux sont liés à ceux du marché, M_2 s'est probablement révélé très difficile à maîtriser. Même la vitesse de la liquidité au sens large (L) et celle de l'endettement intérieur total des secteurs non financiers ont montré une évolution quelque peu inhabituelle au cours des deux dernières années. Cela résulte apparemment en partie de tensions provoquées par le volume élevé des emprunts de l'Etat.

La réalisation des objectifs monétaires du Conseil de la Réserve fédérale pour 1984 est tributaire du retour de la vitesse à un profil plus conforme à l'expérience précédente. Lors de la publication de ces objectifs, il a été clairement reconnu qu'au cas où le déficit budgétaire demeurerait élevé et la reprise économique vigoureuse, on pourrait être amené, pour éviter une nouvelle expansion importante des agrégats, à accepter des taux d'intérêt plus élevés.

Evolution des taux d'intérêt et politique monétaire axée sur les taux de change

L'évolution des taux d'intérêt l'an passé a été déterminée par la reprise et par la manière dont les autorités monétaires ont utilisé et adapté leurs instruments de régulation des taux d'intérêt à court terme. Cette évolution a été fortement influencée, en outre, par des déséquilibres dans l'économie et par les anticipations et les craintes suscitées par l'évolution future des marchés des capitaux et des changes.

Après une forte baisse en 1982, les taux d'intérêt, aux Etats-Unis et dans un grand nombre de centres européens, se sont de nouveau orientés à la hausse au printemps de l'année dernière. Quelques baisses ultérieures ont eu lieu au cours de 1983 au Japon, au Royaume-Uni, ainsi que dans certains pays continentaux d'Europe, où les taux d'intérêt se maintenaient à un niveau relativement élevé.

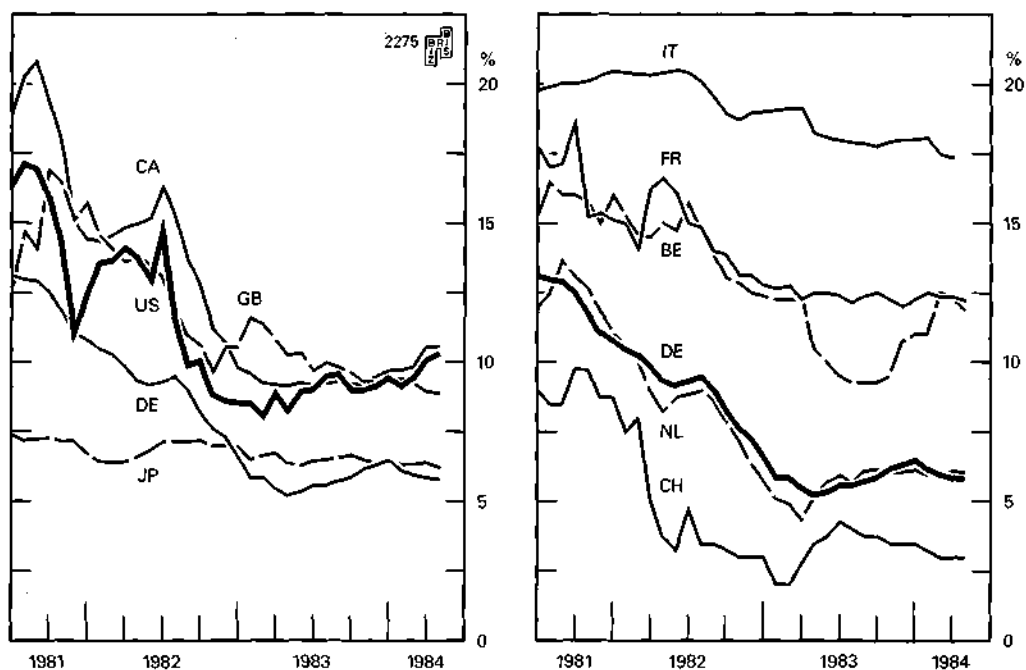
Plus encore que ces mouvements, qui ont été généralement très faibles par rapport à ceux des quatre années précédentes, le phénomène frappant, c'est le niveau élevé atteint par les taux d'intérêt, dans nombre de pays, par rapport aux

taux d'inflation enregistrés. Aux Etats-Unis, les rendements ont évidemment poursuivi leur progression en termes réels, exerçant une pression à la hausse sur le dollar et les taux d'intérêt dans le reste du monde. En même temps, cependant, le déficit élevé de la balance américaine des paiements courants a contribué à la diffusion géographique de la reprise économique.

Taux d'intérêt à court terme. Aux *Etats-Unis*, où les taux d'intérêt nominaux fléchissent habituellement pendant la première année de reprise, la situation fondamentale des marchés du crédit l'an passé a reflété une modification progressive de l'équilibre des forces, au nombre desquelles les besoins d'emprunt élevés de l'Etat fédéral, la vigueur de la demande privée de crédit, l'amélioration de la situation financière des entreprises, les conditions favorables aux nouvelles émissions d'actions et l'apport de fonds étrangers. Au début de 1984, devant l'absence de signes d'affaiblissement de la reprise et le recul du dollar, la Réserve fédérale s'est montrée moins libérale dans l'approvisionnement des banques en réserves; en outre, entre fin janvier et fin avril, le taux des fonds fédéraux a progressé de plus d'un point. Entre mars et mai, le taux de base bancaire, qui avait déjà été augmenté de 10½% à 11% en août 1983, fut porté à 12½%. En avril, les taux d'escompte de la Réserve fédérale, inchangés à 8½% depuis novembre 1982, ont été relevés à 9%.

Au *Canada*, la politique monétaire avait accordé une plus grande importance au taux de change, avant même qu'on ait dû renoncer aux objectifs de

Taux d'intérêt du marché monétaire*



* 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, divers instruments à trois mois.

masse monétaire à la fin de 1982. Au début de 1983, par suite du ralentissement de l'inflation et de l'amélioration de la position extérieure, les taux d'intérêt à court terme ont pu être réduits par rapport aux taux du marché monétaire aux Etats-Unis. A partir de l'automne cependant, il a fallu les relever pour maintenir une relation de change assez stable avec le dollar EU.

La plupart des autres pays industrialisés ont poursuivi leurs propres objectifs à l'égard de la masse monétaire l'an passé ou ont essentiellement orienté leur politique monétaire vers la stabilisation des relations de change entre les monnaies européennes. Ce faisant, ils ont néanmoins dû tenir compte, à des degrés divers, dans la conduite de la politique monétaire, des taux d'intérêt américains et de la vigueur du dollar. Cette influence s'est généralement reflétée directement dans les stratégies de taux d'intérêt. En dehors des Etats-Unis, les autorités monétaires sont pour la plupart intervenues de temps à autre à «contre-tendance» sur le marché des changes. Cependant, si l'on tient compte de la vigueur persistante du dollar EU tout au long de l'année, la variation globale en 1983 des avoirs extérieurs nets des autorités monétaires a été fort réduite dans la plupart des cas. En règle générale, les modifications enregistrées reflétaient principalement les tensions qui se sont exercées sur les taux de change entre les monnaies européennes.

Au *Japon*, des considérations de taux de change expliquent en grande partie pourquoi les taux d'intérêt nominaux n'ont marqué, l'an passé, qu'un très faible recul, inférieur à la réduction du taux d'inflation. En *Allemagne*, les autorités monétaires ont principalement recouru aux taux d'intérêt à court terme pour réaliser leur objectif de masse monétaire, mais la hausse de l'été et de l'automne 1983 a également dû contribuer à atténuer la faiblesse du deutsche mark à l'égard du dollar EU. Au *Royaume-Uni*, où le taux de change a figuré parmi les grandeurs utilisées par les autorités pour orienter leur politique, le fléchissement des taux du marché monétaire l'année dernière, bien que significatif, doit être apprécié en fonction de la hausse de ces taux à la fin de 1982, époque où la livre s'était affaiblie sous l'influence de la baisse du prix du pétrole.

Les contraintes externes ont fortement pesé sur la conception et la mise en œuvre de la politique monétaire en *France*, en *Italie*, en *Belgique* et aux *Pays-Bas* l'an passé. Le caractère très ouvert de ces économies ainsi que les dispositions appliquées en matière de fixation des salaires aident à expliquer le rôle important des efforts de stabilisation du taux de change dans leurs politiques monétaires. De plus, en France, en Belgique et en Italie, malgré l'amélioration de la balance des paiements courants l'an dernier, le processus d'ajustement visant à réduire les déséquilibres budgétaires et extérieurs et à rétablir la stabilité des prix était loin d'être achevé. Dans ces conditions, des taux d'intérêt relativement élevés s'imposaient donc, mais, comme ils se situaient déjà à de hauts niveaux à l'étranger, les contraintes auxquelles ont été confrontées les autorités dans leur choix se sont trouvées accentuées.

En janvier-mars 1983, la spéculation sur le réajustement des taux de change au sein du Système monétaire européen n'a eu qu'une faible incidence sur les taux du marché monétaire des pays concernés. Il en est cependant résulté

de très fortes variations des avoirs extérieurs nets des banques centrales de ces pays. Après le réaligement, les taux d'intérêt au jour le jour ont légèrement baissé en Allemagne pendant une brève période, tandis que les taux à court terme ont monté aux Pays-Bas. En Belgique, les autorités ont mis à profit toute la marge de manœuvre disponible pour réduire les taux d'intérêt internes à court terme. Elles ont toutefois été amenées à relever sensiblement les taux du marché monétaire devant la réapparition de doutes au sujet des progrès réalisés dans la correction des déséquilibres structurels.

Au début de 1984, par suite de l'affaiblissement du dollar, de nouvelles tensions ont parfois affecté les relations de change en Europe. Cette incidence s'est reflétée dans l'évolution des réserves extérieures officielles des banques centrales et dans les taux d'intérêt du marché monétaire. En Allemagne, en France et en Italie, les taux à court terme ont continué de baisser, tandis qu'en Belgique ils se sont relevés. Les taux du marché monétaire se sont également inscrits en hausse au Canada, du fait de l'affaiblissement du dollar canadien par rapport au dollar EU.

Influences s'exerçant sur la monnaie centrale et sur les taux d'intérêt à court terme

| Rubriques et années | Japon | Allemagne fédérale | France | Belgique | Pays-Bas | Suisse | Italie |
|---|-------|-----------------------|--------|----------|----------|--------|--------|
| variation en % du stock de monnaie centrale en début de période ¹ | | | | | | | |
| Avoirs extérieurs nets de la banque centrale² | | | | | | | |
| 1981 | - 0,1 | - 2,0 | -18,8 | -25,4 | - 7,3 | 9,3 | 0,0 |
| 1982 | - 9,9 | 1,0 | -26,4 | - 9,8 | 21,2 | 6,3 | - 7,7 |
| 1983 | - 0,3 | - 1,4 | 3,3 | - 5,8 | 0,3 | 5,1 | 10,3 |
| janvier-mars 1983 | 0,2 | 7,6 | -18,9 | -10,8 | 5,6 | 10,3 | - 0,4 |
| janvier-mars 1984 | 0,1 | 2,7 | . | - 9,3 | - 5,6 | 5,0 | - 2,2 |
| Opérations à court terme de la banque centrale créatrices de liquidité³ | | | | | | | |
| 1981 | -16,2 | 0,9 | 11,2 | 10,1 | 7,0 | 1,0 | 1,7 |
| 1982 | 7,2 | 0,2 | 42,2 | - 0,2 | -13,1 | 9,7 | 0,3 |
| 1983 | 10,2 | 2,5 | -10,9 | - 0,3 | 11,1 | 2,1 | - 1,9 |
| janvier-mars 1983 | - 1,3 | - 6,2 | 13,2 | - 1,4 | - 6,5 | - 9,6 | 2,1 |
| janvier-mars 1984 | - 7,3 | - 1,2 | . | 3,6 | 10,7 | - 4,5 | 8,6 |
| Opérations du Trésor et autres⁴ | | | | | | | |
| 1981 | 18,9 | 4,3 | 8,6 | 17,1 | 1,2 | -13,7 | 11,4 |
| 1982 | 8,6 | 4,7 | - 3,8 | 9,9 | - 0,5 | - 7,8 | 21,4 |
| 1983 | - 4,9 | 5,7 | 8,6 | 9,8 | 1,2 | - 6,2 | 6,6 |
| janvier-mars 1983 | - 7,3 | 1,4 | 2,6 | 8,8 | 5,3 | - 6,2 | 3,8 |
| janvier-mars 1984 | - 0,6 | - 0,1 | . | 2,6 | - 6,0 | - 4,6 | - 3,6 |
| Monnaie centrale ou monnaie de réserve⁵ | | | | | | | |
| 1981 | 2,6 | 3,2 | 1,0 | 1,8 | 0,9 | - 3,4 | 13,1 |
| 1982 | 5,9 | 5,9 | 12,0 | - 0,1 | 7,6 | 8,2 | 14,0 |
| 1983 | 5,0 | 6,8 | 1,0 | 3,7 | 12,6 | 1,0 | 15,0 |
| janvier-mars 1983 | - 8,4 | 2,8 | - 3,1 | - 3,4 | 4,4 | - 5,5 | 5,5 |
| janvier-mars 1984 | - 7,8 | 1,4 | . | - 3,1 | - 0,9 | - 4,1 | 2,7 |

¹ Flux corrigés des variations de change, calculés en partie sur la base d'estimations de la BRI. Pour l'Allemagne et la France, chiffres établis sur la base de moyennes mensuelles de chiffres quotidiens; pour les autres pays, chiffres de fin de mois. ² A l'exclusion des swaps en devises destinés à influencer la liquidité bancaire. Pour le Japon, opérations du Fonds de stabilisation des changes. ³ Crédit lombard et (à l'exception de l'Allemagne) crédit d'escompte, swaps en devises, pensions sur titres et prêts spéciaux aux taux du marché. Pour la Suisse, à l'exclusion des facilités de fin de mois.

⁴ Y compris, notamment, les variations du portefeuille de titres nationaux détenus par les banques centrales. ⁵ Principalement monnaie d'émission et dépôts des banques et du secteur non bancaire auprès des banques centrales (y compris le montant des réserves obligatoires). Pour l'Allemagne, monnaie centrale à coefficients de réserve constants; pour la Suisse, monnaie centrale ajustée.

En Allemagne, aux Pays-Bas, en France et en Belgique, les amples fluctuations des avoirs extérieurs nets des banques centrales ont été, ces dernières années, une importante source de perturbations effectives ou potentielles sur le marché monétaire. Il en a été pratiquement de même en Suisse, où la banque centrale accorde normalement la priorité à un objectif de base monétaire ajustée, mais où elle a dû intervenir de temps en temps sur le marché des changes pour s'opposer à de fortes fluctuations à court terme de la valeur externe du franc suisse. Dans ces conditions, les autorités monétaires de ces pays ont mis au point divers instruments flexibles, notamment les swaps en devises, les pensions et les prêts spéciaux à des taux d'intérêt liés à ceux du marché, en vue d'ajuster en souplesse la liquidité bancaire. Les modifications à court terme de la liquidité fournie à l'initiative de la banque centrale reflètent désormais surtout l'utilisation de ces instruments, qui se prêtent tout particulièrement au réglage fin des taux du marché monétaire. Les variations des réserves obligatoires ne jouent plus un rôle important dans la régulation des entrées et des sorties de fonds; la Belgique, les Pays-Bas et la Suisse n'ont plus du tout recouru aux réserves obligatoires ces dernières années, tandis qu'en Allemagne les coefficients ont été abaissés progressivement. Dans des conditions normales, cependant, les taux d'intérêt fixes dont sont assorties certaines catégories traditionnelles de crédits accordés par la banque centrale servent toujours à soutenir les taux du marché monétaire, et, pendant une période de temps donnée, la fourniture de monnaie centrale peut reposer en grande partie sur des opérations de banque centrale de type classique.

En Belgique, les avoirs extérieurs nets de la Banque Nationale ont fléchi ces dernières années et l'octroi d'avances de la banque centrale au Trésor par l'intermédiaire du Fonds des Rentes s'est développé. De plus, les institutions de crédit ont accumulé des montants substantiels de titres d'Etat liquides. En Allemagne, aux Pays-Bas et en Suisse, cependant, les finances publiques n'influencent pas sensiblement, en temps normal, les variations de la liquidité du système bancaire. En Allemagne, le transfert des bénéfices de la Bundesbank à l'Etat fédéral a compliqué la tâche des autorités sur le marché monétaire l'année dernière, mais des dispositions ont été prises en vue d'étaler les versements en 1984.

Au Royaume-Uni et en Italie, la gestion du marché monétaire a dû s'adapter principalement à l'évolution en dents de scie des opérations du Trésor. Là encore, le rôle des opérations d'open market — sur titres et/ou sur effets nationaux — s'est accru par rapport aux crédits classiques de la banque centrale. Cela a surtout permis aux autorités d'adapter, si nécessaire, les taux d'intérêt avec plus de souplesse à l'évolution de la situation. Au Royaume-Uni, où le «surfinancement» du déficit du budget de l'Etat en 1981 et en 1982 avait présenté notamment l'inconvénient d'amener la Banque d'Angleterre à procéder, en sens inverse, à d'importants achats nets d'effets commerciaux, la banque centrale a été en mesure de réduire son portefeuille d'effets pendant la plus grande partie de 1983. Des acquisitions nettes se sont cependant révélées de nouveau nécessaires à la fin de l'année écoulée et au début de 1984. En Italie, où des mesures ont été prises, ces dernières années, pour limiter la participation

de la Banque d'Italie aux adjudications de titres d'Etat, le problème, plus traditionnel ici, consiste à financer un déficit budgétaire chroniquement élevé sans provoquer une croissance excessive de la base monétaire.

Au Japon, un certain nombre de mesures introduites ces dernières années ont permis d'augmenter la souplesse du marché monétaire. La Banque du Japon a notamment mis sur pied des opérations sur effets et titres d'Etat en vue d'influencer la liquidité bancaire; les taux d'intérêt sur les marchés interbancaires peuvent désormais s'adapter de manière plus souple à l'évolution de la situation durant la journée. Fait plus important, des marchés de titres à court terme, auxquels participe le secteur non bancaire — notamment le marché des CD —, ont été créés. Le développement des marchés monétaires «ouverts» s'est révélé très utile pour la conduite de la politique monétaire.

Taux d'intérêt à long terme. L'évolution des taux d'intérêt à long terme, l'an dernier, a fortement subi l'effet d'anticipations et de développements extérieurs à la sphère monétaire. Elle a reflété dans une large mesure les contraintes qui ont pesé sur la politique monétaire.

Au début de 1983, les taux d'intérêt à long terme ont généralement continué de fléchir, bien que, dans certains pays européens, ils aient commencé de réagir moins vivement aux baisses des taux du marché monétaire. Aux Pays-Bas, les rendements des obligations se sont inscrits en hausse lorsque la modification inattendue de la relation florin/deutsche mark, opérée dans le cadre du réalignement monétaire au sein du SME, a suscité des doutes passagers sur les intentions des autorités néerlandaises à l'égard du cours de change. La hausse des rendements des obligations aux Etats-Unis entre le printemps et l'automne a contribué à l'appréciation du dollar et s'est accompagnée d'une majoration des taux d'intérêt à long terme dans presque tous les autres pays industriels, en dépit de la récession qui continuait de sévir dans la plupart d'entre eux. En outre, dans le cas de l'Allemagne, cette augmentation s'est produite peu après la réduction du taux d'escompte et du taux lombard par la Bundesbank. Entre avril et août, l'écart entre les taux d'intérêt à long et à court terme s'est également élargi au Canada, au Royaume-Uni et en Belgique. Plus tard dans l'année, lorsque la pente de la courbe des rendements s'est nettement accentuée aux Etats-Unis, sous l'effet peut-être d'une recrudescence des anticipations inflationnistes, les rendements des obligations en Allemagne ont, dans l'ensemble, légèrement baissé, malgré le relèvement du taux lombard. De fait, entre août et décembre, ces rendements ont également fléchi au Canada, au Japon, au Royaume-Uni, en Italie et aux Pays-Bas, se rapprochant ainsi des taux d'intérêt à court terme.

On peut expliquer en partie la relation étroite entre les évolutions des taux d'intérêt à long terme dans les différents pays durant la période de hausse du dollar par la crainte, particulièrement vive dans les pays dotés de mécanismes rigides de formation des salaires, que la dépréciation du cours de change au niveau national ne ravive directement l'inflation interne. Dans ces conditions, la réaction des taux à long terme aux baisses des taux du marché monétaire interne se trouvait limitée. Toutefois, dès que les pressions externes se sont

Taux d'intérêt à long terme et structure par échéance

| Périodes | Etats-Unis | Canada | Japon | Royaume-Uni | Allemagne fédérale | Suisse | France | Italie | Pays-Bas | Belgique |
|--|-------------------|--------|-------|-------------|--------------------|--------|--------|-------------------|----------|----------|
| | en % | | | | | | | | | |
| Rendements des obligations,¹ niveaux | | | | | | | | | | |
| moyenne mensuelle | | | | | | | | | | |
| maximum de 1981 | 15,49 | 19,08 | 9,15 | 16,11 | 11,20 | 6,13 | 17,32 | 21,33 | 12,30 | 14,18 |
| décembre 1982 | 11,83 | 12,93 | 7,50 | 10,99 | 7,90 | 4,22 | 15,40 | 19,86 | 8,40 | 12,66 |
| avril 1984 | 12,81 | 14,16 | 6,68 | 10,57 | 7,90 | 4,64 | 13,81 | 15,08 | 8,45 | 11,90 |
| | en points de base | | | | | | | | | |
| Rendements des obligations,¹ variations | | | | | | | | | | |
| juin-décembre 1982 | -298 | -493 | -103 | -260 | -120 | -100 | - 58 | - 89 | -213 | - 93 |
| décembre 1982-avril 1983 | - 32 | - 67 | - 4 | - 37 | - 50 | 20 | - 85 | -209 | 6 | -107 |
| avril-août 1983 | 100 | 93 | 8 | 50 | 90 | 31 | - 59 | 3 | 57 | - 13 |
| août-décembre 1983 | 6 | - 24 | - 61 | - 88 | - 10 | - 19 | 0 | - 47 | - 45 | 43 |
| décembre 1983-avril 1984 | 24 | 121 | - 25 | 33 | - 30 | 10 | - 15 | -225 | - 13 | 19 |
| Rendements des obligations¹ moins taux du marché monétaire² | | | | | | | | | | |
| décembre 1982 | 332 | 273 | 54 | 43 | 128 | 84 | 265 | 84 | 267 | 31 |
| avril 1983 | 298 | 301 | 111 | 40 | 220 | 17 | 205 | - 45 | 320 | 114 |
| août 1983 | 297 | 415 | 97 | 131 | 259 | - 2 | 159 | - 6 | 293 | 221 |
| décembre 1983 | 304 | 338 | 48 | 83 | 172 | 66 | 171 | - 70 | 240 | 89 |
| avril 1984 | 263 | 393 | 42 | 166 | 206 | 46 | 156 | -215 ³ | 240 | 18 |

¹ Taux représentatifs: pour les Etats-Unis, obligations de sociétés AAA; pour le Royaume-Uni et les Pays-Bas, fonds d'Etat; pour les autres pays, diverses catégories d'obligations du secteur public. ² 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. ³ Mars 1984.

atténuées, les taux du marché financier ont reflété davantage l'influence des facteurs internes.

Au début de 1984, lorsque l'opinion du marché est devenue moins favorable au dollar EU, le nouvel accès de hausse des rendements des obligations aux Etats-Unis ne s'est répercuté qu'en partie seulement sur ceux des autres pays; entre janvier et mars, ces rendements ont même fléchi au Japon, au Royaume-Uni, en Allemagne, aux Pays-Bas et en Italie. En avril, cependant, par suite du nouveau redressement du dollar, les rendements des obligations sont légèrement remontés au Canada, au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et en Suisse.

Parmi les développements positifs enregistrés au cours des deux dernières années, il convient de mentionner la réduction sensible de la variabilité à court terme des taux d'intérêt et la diminution significative des primes de risque payées par les emprunteurs ne bénéficiant pas d'une cote de crédit de premier ordre. De même, dans de nombreux pays, on a constaté l'an dernier un rétrécissement de la marge entre les taux créditeurs et débiteurs des institutions financières. Les marchés sont cependant demeurés fort sensibles aux variations dans la perception du risque lié à l'évolution des taux d'intérêt. Ainsi, on a pu observer un nouveau raccourcissement des échéances et un attrait plus marqué pour les instruments à taux variables sur de nombreux marchés, à la fin de 1983, devant l'intensification des pressions qui allaient affecter les taux d'intérêt au début de 1984.

Taux d'intérêt réels

Du fait de la stabilité ou de la lente montée des taux d'intérêt à long terme en 1983 et de la poursuite du ralentissement de la hausse des prix, les taux d'intérêt corrigés de l'inflation ont continué de s'accroître dans de nombreux pays. Même si l'on admet, comme le donne à penser l'analyse faite dans certains pays, que les taux d'inflation anticipés à long terme sont supérieurs aux taux de hausse des prix enregistrés récemment, les taux réels doivent être fortement positifs à présent. Par rapport aux niveaux qu'ils occupaient lors de précédentes périodes de reprise économique, ils paraissent très élevés aujourd'hui aux Etats-Unis et au Canada. Dans certains autres pays, notamment en Allemagne, ils semblent moins s'écarter de leur évolution antérieure.

Taux d'intérêt réels à long terme*

| Année | Etats-Unis | Canada | Japon | Royaume-Uni | Allemagne fédérale | France | Italie | Belgique | Suisse |
|-------------------------------------|------------|--------|-------|-------------|--------------------|--------|--------|----------|--------|
| moyennes de la période, en % par an | | | | | | | | | |
| 1982 | 7,6 | 5,0 | 5,4 | 4,0 | 3,7 | 3,9 | 3,9 | 4,7 | -0,8 |
| 1983 | 8,8 | 6,9 | 5,6 | 6,2 | 4,9 | 4,9 | 3,0 | 4,1 | 1,6 |
| 1984 1er trimestre | 7,8 | 8,1 | 4,4 | 5,2 | 5,0 | 5,0 | 3,6 | 5,2 | 1,6 |
| Précédentes années de reprise | | | | | | | | | |
| 1968 | 2,0 | 3,9 | 1,7 | 2,9 | 4,8 | 2,4 | 5,5 | 3,8 | 2,0 |
| 1972 | 3,9 | 3,5 | 2,2 | 1,9 | 2,4 | 2,0 | 1,7 | 1,6 | -1,7 |
| 1976 | 2,7 | 2,9 | -0,6 | -2,3 | 3,5 | 0,9 | -3,1 | -0,1 | 3,3 |

* Sur la base de données mensuelles. Rendements des obligations à long terme représentatives, moins variations (en %) sur douze mois des prix à la consommation.

Le redémarrage de l'investissement privé aux Etats-Unis, l'an dernier, malgré le niveau sans précédent des taux d'intérêt réels, a constitué pour de nombreux observateurs une sorte de paradoxe. Cette situation s'explique certainement en partie par le fait que les entreprises tout comme les ménages ont bénéficié de déductions fiscales généralisées des charges d'intérêt. En outre, le relèvement des provisions pour amortissement de l'investissement en capital fixe, introduit lors de la modification de la fiscalité en 1981, a permis d'accroître sensiblement la rentabilité de l'investissement des entreprises. De plus, la baisse précédente des taux d'intérêt nominaux avait permis à un plus grand nombre de ménages d'accéder à la propriété, alors que la hausse sur le marché boursier réduisait le coût des capitaux propres des entreprises. Cependant, s'il est un phénomène de portée plus générale, c'est le fait que la modération des accords salariaux et l'expansion rapide de la demande globale, amplifiée par des déficits budgétaires plus importants, ont sensiblement accru la rentabilité attendue de nombreuses formes d'investissement des entreprises.

Dans les autres pays, la situation a été plus ou moins différente. Certains d'entre eux ont recouru aux incitations fiscales à l'investissement l'an dernier; ailleurs, des systèmes d'aide existent depuis longtemps pour l'exportation et le crédit au logement. En général, cependant, les possibilités de déductions fiscales des versements d'intérêts offertes au secteur des ménages ne sont pas aussi grandes qu'aux Etats-Unis et, dans certains pays, la faiblesse de la rentabilité a

encore empêché les entreprises de profiter pleinement des facilités d'amortissements. De surcroît, les dispositions fiscales n'influent guère sur le fardeau que les taux d'intérêt élevés imposent aux emprunteurs souverains sur les marchés internationaux. Ces taux élevés ont fortement aggravé le problème de l'ajustement dans les pays lourdement endettés vis-à-vis de l'étranger.

Dosage des politiques, taux d'intérêt et mécanisme de transmission

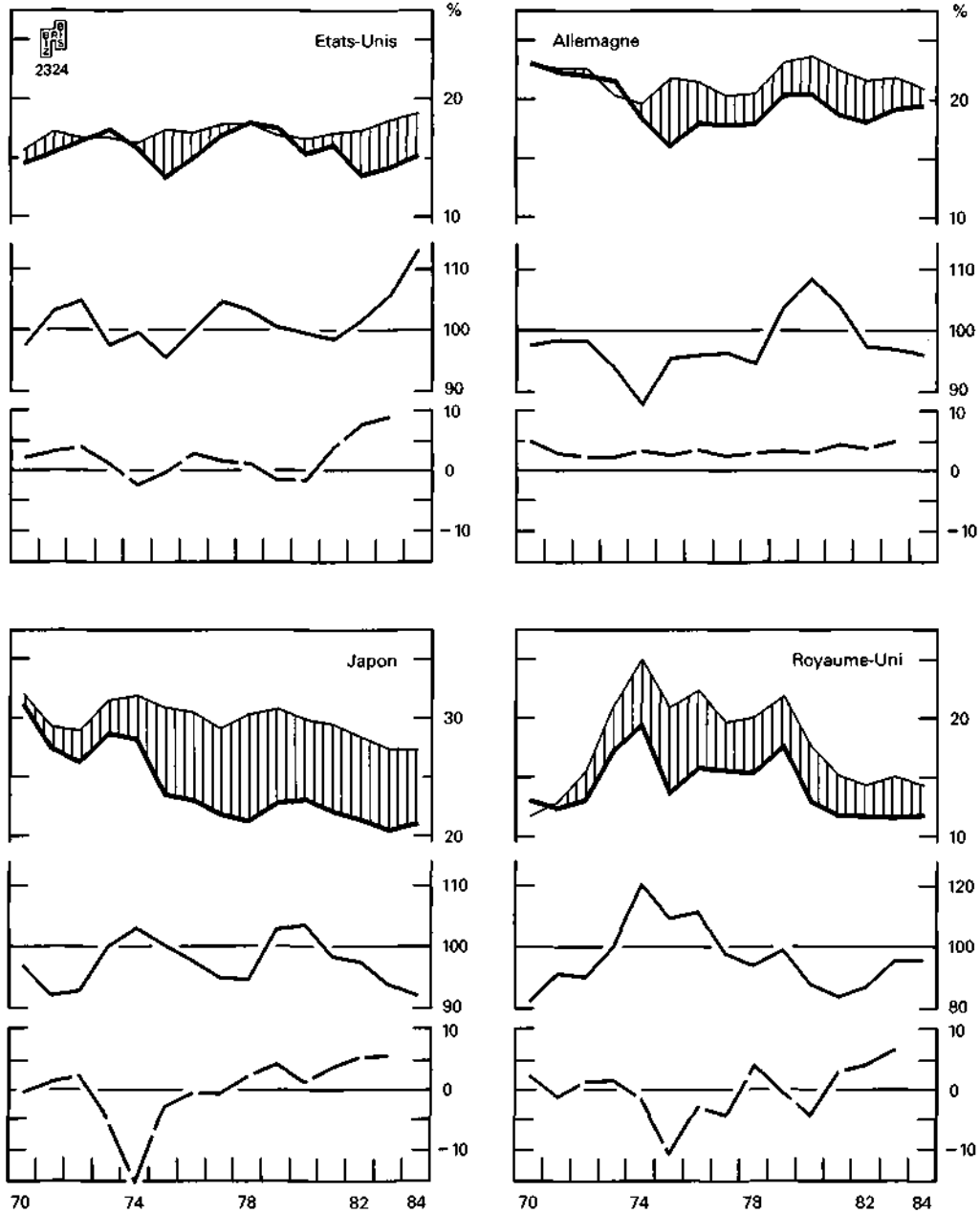
On peut s'attendre, pour la période à venir, que les politiques monétaires des principaux pays industriels demeurent axées sur la régulation de la croissance des agrégats monétaires clés en accordant une place particulière à l'évolution de l'inflation interne. Dans ce contexte, et sous l'effet en partie de l'orientation conférée à la politique budgétaire, les déséquilibres effectifs et prévus dans le comportement de la relation épargne/investissement au niveau national et entre les divers pays exerceront une influence majeure sur les taux d'intérêt tant réels que nominaux. A cet égard, les programmes des pouvoirs publics, rapportés à l'épargne du secteur privé, sont devenus une source de préoccupation sérieuse sur les marchés des capitaux. Des facteurs prévisionnels de cette nature pèsent depuis quelque temps déjà sur l'évolution du marché des capitaux aux Etats-Unis, et les faits sont venus corroborer le bien-fondé de ces préoccupations.

Pour ce qui est du processus de transmission des taux d'intérêt, les *taux d'intérêt à court terme* sont généralement sensibles aux conditions du marché monétaire interne, qui sont en grande partie sous le contrôle des autorités monétaires. Cependant, dans la formulation de leur politique, les autorités ont admis, en évaluant les aspects internes de la politique, l'existence, à des degrés variables, d'un arbitrage entre les taux d'intérêt à court terme et les cours de change. En revanche, les *taux d'intérêt à long terme*, du fait qu'ils reflètent beaucoup plus les anticipations et les incertitudes du marché sur l'évolution future de la situation financière, sont moins sensibles aux influences de la politique. Un facteur important à cet égard est le taux d'inflation anticipé, qui peut être influencé, par exemple, par le risque de monétisation de la dette publique, mais également par l'impact potentiel d'amples variations des cours de change sur l'évolution des coûts internes. Cela peut avoir une certaine importance même aux Etats-Unis et en a certainement beaucoup dans maints autres pays. Cette incidence — et, dans quelques cas, la prise en compte par les marchés des contraintes auxquelles se trouve ainsi soumise la politique de taux de change — permet d'expliquer pourquoi, dans certains pays, les taux d'intérêt nominaux à long terme se sont parfois accrus dans le sillage des hausses des rendements obligataires aux Etats-Unis, au lieu de suivre l'évolution des taux du marché monétaire interne. En outre, dans la mesure où les *taux d'intérêt réels* aux Etats-Unis étaient élevés et où la confiance dans le dollar demeurait forte, on pouvait s'attendre qu'une influence s'exerce sur les taux d'intérêt réels dans le reste du monde.

Dans un contexte de politiques monétaires axées avant tout sur la maîtrise de l'inflation, les taux d'intérêt réels à long terme ont cependant tendance à

Déficits budgétaires, déséquilibres épargne/investissement et taux d'intérêt réels¹

||||| Déficit financier public, en % du PNB (A)²
 — Investissement intérieur brut du secteur privé, en % du PNB (B)
 — (A)+(B) par rapport à l'épargne intérieure brute du secteur privé
 — Taux d'intérêt à long terme corrigés de la hausse des prix à la consommation



¹ A partir de sources nationales. Les observations pour 1983 et 1984 sont provisoires et sujettes à révision. ² Déficit financier (+); pour les États-Unis et l'Allemagne, administrations publiques; pour le Japon et le Royaume-Uni, secteur public.

réagir essentiellement à la situation courante et anticipée de la demande et de l'offre sur les marchés nationaux du crédit ainsi qu'aux influences d'origine externe. L'illustration en est fournie par le graphique de la page 86, qui montre les variations des taux d'intérêt à long terme, corrigés de la hausse récente des prix à la consommation, dans le cadre de l'évolution de l'investissement privé, de la situation budgétaire de l'Etat et du solde de l'épargne intérieure qui lui est associé. Le rapport entre investissement privé et déficits de l'Etat, d'une part, et épargne privée, de l'autre, indique dans quelle mesure le recours global à l'épargne de la part des secteurs public et privé est couvert par des fonds d'origine interne. Une insuffisance de l'épargne interne représente le désinvestissement financier net du pays à l'égard du reste du monde — c'est-à-dire, essentiellement, le déficit des paiements courants.

Aux Etats-Unis, les indications tirées de données historiques, lorsque les déficits budgétaires étaient généralement d'origine conjoncturelle, ne sont guère utiles pour évaluer l'incidence exercée sur les taux d'intérêt par les déficits courants et anticipés de la période actuelle. Certes, en 1981-82, un déficit des administrations publiques aidait à compenser une forte baisse de l'investissement privé et à soutenir l'activité économique sensiblement de la même manière que lors de la précédente récession de 1975. La différence aujourd'hui, c'est que les déficits du budget fédéral sont en train de revêtir un caractère structurel, puisqu'ils se poursuivront, selon les programmes établis, durant tout le cycle conjoncturel. Cette perspective, que les marchés avaient déjà perçue dès 1982, a contribué à maintenir les taux d'intérêt à des niveaux élevés par rapport aux taux courants d'inflation — par le biais probablement de mécanismes divers. En effet, les déficits ont suscité des préoccupations au sujet de la persistance des tensions sur les marchés financiers; ils ont pu alimenter directement les anticipations inflationnistes; et, en rendant plus incertaines les perspectives d'évolution de la hausse des prix, il n'est pas exclu qu'ils aient accru les primes de risque incorporées dans les taux d'intérêt à long terme. Certes, les taux d'intérêt élevés, les nouvelles incitations fiscales en faveur des épargnants, ou la crainte que le déficit comporte, en fin de compte, une aggravation de la fiscalité peuvent avoir tendance à stimuler l'épargne. Cependant, les incertitudes entourant le rythme d'application et l'ampleur d'un éventuel train de mesures de compression budgétaire ont certainement dû affaiblir la confiance dans la détermination des autorités de s'attaquer de manière résolue au problème du déficit.

Les taux d'intérêt relativement élevés, l'an dernier, aux Etats-Unis — en même temps que l'amélioration des perspectives de rentabilité dans ce pays et la perception de risques économiques et politiques dans les autres pays — ont certainement aidé à attirer des fonds de l'étranger et à alimenter la hausse du dollar sur le marché des changes. Dans ces conditions, les taux d'intérêt aux Etats-Unis sont demeurés inférieurs à ce qu'ils auraient pu être autrement et l'investissement privé, bénéficiant de diverses protections contre le coût élevé du crédit, a pu redémarrer. La vigueur du dollar a contribué à l'amélioration des termes de l'échange des Etats-Unis ainsi qu'à la modération de l'inflation interne, et les entrées de fonds de l'étranger ont financé le déficit croissant des paiements courants qui traduisait à la fois la fermeté relative de la demande

globale aux Etats-Unis et la perte de compétitivité des secteurs d'exportation et des produits exposés à la concurrence étrangère.

On prévoit pour 1984 un déficit fédéral équivalant à plus d'un tiers de l'épargne interne brute du secteur privé. Avec la hausse simultanée de l'investissement privé, la diminution globale de l'épargne privée qui en résultera entraînera de nouvelles entrées nettes massives de fonds de l'étranger qui serviront à couvrir le déficit croissant des paiements courants. Etant donné que ce processus est déjà bien engagé, il est de plus en plus probable que les non-résidents se montreront moins enclins à acquérir de nouvelles créances en dollars. Cela pourrait se traduire tôt ou tard par un recul du dollar et par une poussée de hausse des prix aux Etats-Unis. Les tensions sur le marché du crédit pourraient alors devenir sérieuses.

Au Japon, les exportations ont bénéficié de l'expansion économique aux Etats-Unis et de la vigueur du dollar, mais les niveaux élevés des taux d'intérêt réels à long terme ont freiné le redémarrage de l'investissement privé. Comme la politique budgétaire vise principalement à réduire le déficit budgétaire structurel, la politique monétaire a reçu pour mission de soutenir la reprise interne. Les taux d'intérêt nominaux à court terme sont demeurés bien inférieurs au loyer de l'argent aux Etats-Unis. Le taux d'épargne du secteur privé est resté très élevé par rapport aux autres pays et a permis de satisfaire à la fois l'important déficit financier du secteur public (qui comprend les entreprises publiques) et l'excédent croissant des paiements courants. Du fait de la libéralisation antérieure des contrôles des changes, les ressources d'épargne des résidents sont allées vers l'étranger, par suite de l'attrait exercé par les taux d'intérêt et d'un désir de diversification des portefeuilles. Il semble que les taux d'intérêt réels élevés enregistrés au Japon aient été fortement influencés par les taux pratiqués sur les marchés internationaux, bien que la déréglementation financière, qui s'est poursuivie à un rythme rapide, ait également pu avoir une influence importante à cet égard.

En Allemagne et au Royaume-Uni, les échanges directs avec les Etats-Unis sont limités, mais la concurrence sur les marchés tiers est intense. Dans les deux pays, des progrès sensibles ont été accomplis ces dernières années dans la réduction des déficits budgétaires structurels, alors que la gestion du marché monétaire a été essentiellement axée sur la réalisation de l'objectif de masse monétaire. En Allemagne, depuis 1981 et, en particulier, au début de 1983, les écarts de taux d'intérêt ont été constamment très favorables aux taux à court terme en dollars. En présence d'un taux d'inflation relativement bas et décroissant, les taux d'intérêt à long terme, bien qu'étant assez sensibles à l'évolution sur les marchés financiers étrangers, sont demeurés remarquablement stables en termes réels. Au Royaume-Uni, où le ralentissement marqué de la hausse des prix depuis 1980 a été supérieur à la baisse des taux d'intérêt nominaux, le taux réel à long terme semble avoir progressé.

Dans les trois cas — Japon, Allemagne et Royaume-Uni — le niveau des taux d'intérêt réels à long terme paraît plus élevé qu'on ne s'y attendrait en considérant les seuls facteurs internes. Dans les trois pays, le dosage des politiques monétaire et budgétaire a été dans l'ensemble approprié, alors que la

pression de la demande interne, telle qu'elle est indiquée dans le graphique par le rapport entre la somme du déficit budgétaire et de l'investissement privé et l'épargne interne du secteur privé, a été assez faible. Cela tient certainement en partie au fait que, malgré l'effet d'atténuation qui a pu provenir des marchés des changes, les taux d'intérêt dans ces pays ont été influencés par le loyer de l'argent aux Etats-Unis.

D'une manière générale, l'incidence des politiques monétaire et budgétaire américaines s'est transmise à l'étranger par trois canaux principaux: premièrement, l'impact direct de la demande globale sur la balance des paiements; deuxièmement, la perte de compétitivité résultant de l'appréciation du dollar; enfin – et c'est l'aspect le plus important dans ce contexte – l'influence exercée directement, et au niveau des anticipations, par les taux d'intérêt américains sur ceux des marchés internationaux et étrangers. Le fait inhabituel dans le cas des Etats-Unis, c'est la fermeté persistante de la monnaie en présence d'un déficit budgétaire structurel d'une ampleur si disproportionnée. La crédibilité de la politique d'agrégats poursuivie par les autorités monétaires pour lutter contre l'inflation, les taux d'intérêt réels élevés et le rôle international du dollar constituent autant d'éléments qui concourent à expliquer ce phénomène. En raison de l'importance des actifs libellés en dollars sur le marché mondial des capitaux, l'évolution des taux d'intérêt aux Etats-Unis exerce inévitablement une influence majeure sur la situation financière et sur les politiques monétaires et de taux de change dans le reste du monde.

Aux Etats-Unis, il existe à présent un risque général de réapparition de l'inflation si l'expansion économique se poursuit à un rythme rapide. De fait, au printemps de 1984, les signes de tension ont commencé à se multiplier sur les marchés de capitaux lorsque les taux d'intérêt se sont mis à monter. La perspective d'une nouvelle phase ascendante des taux d'intérêt apparaissait fort inopportune, compte tenu des implications potentielles sur l'expansion équilibrée à l'intérieur et sur les pays lourdement endettés à l'étranger. On s'accordait généralement à reconnaître que, pour éviter cela, le meilleur moyen serait de prendre des mesures efficaces pour réduire le déficit budgétaire. Dans divers autres pays, on peut s'attendre à la poursuite des efforts visant à atténuer les déséquilibres budgétaires structurels et à modérer l'évolution des salaires; il est clair, en effet, que la mise en œuvre d'une politique plus équilibrée au niveau national constitue également une condition indispensable à la baisse des taux d'intérêt et à l'amélioration des perspectives d'investissement et de croissance économique sur le plan interne.

V. ÉCHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX

Faits saillants

L'évolution des échanges commerciaux et des balances des paiements en 1983 a revêtu deux aspects positifs essentiels. En premier lieu, par suite de la reprise de l'activité économique dans les pays développés, propulsée par la vigoureuse expansion de l'économie américaine, le commerce mondial a amorcé un redressement en volume, qui s'est accéléré progressivement en cours d'année. En second lieu, ce redressement du commerce mondial, parallèlement aux efforts considérables d'ajustement déployés dans les pays en déficit, s'est traduit par un certain nombre d'améliorations substantielles de la structure mondiale des balances des paiements courants. L'amélioration la plus sensible à cet égard est intervenue dans la situation globale des paiements courants des pays en développement non membres de l'OPEP, où l'ajustement s'imposait le plus, et dans celle des pays développés extérieurs au Groupe des Dix. En outre, le déficit des opérations courantes d'un certain nombre de pays du Groupe des Dix a diminué tandis que, dans le cours de l'année, la balance consolidée des paiements courants des pays de l'OPEP a retrouvé son équilibre.

On a vu, en revanche, apparaître en 1983 des déséquilibres très sensibles dans les paiements courants des deux plus importants pays industriels du monde. Aux Etats-Unis, l'augmentation sans précédent du déficit reflète, pour l'essentiel, l'influence de la reprise économique interne et une perte de compétitivité sur le plan international. Quant à la progression de l'excédent du Japon, elle est due à l'influence conjuguée d'une forte croissance des exportations et d'une stabilité de la demande de biens d'importation, imputable en partie à une utilisation plus efficace des matières premières importées.

Si les progrès accomplis l'an dernier par nombre de pays dans la voie d'une amélioration de leur balance des opérations courantes ont résulté, dans une large mesure, d'une limitation de leurs importations, ils n'auraient toutefois pas été possibles sans le gonflement de la demande américaine de produits importés et la détérioration simultanée de la balance des paiements courants des Etats-Unis. Cependant, les avantages de ce redressement du commerce mondial sous l'impulsion des Etats-Unis n'ont pas été répartis de façon uniforme. Parmi les pays industrialisés, c'est le Japon qui était le mieux placé pour en tirer avantage. En ce qui concerne les pays en développement, les économies asiatiques tournées vers l'exportation ont vu leurs ventes à l'étranger s'accroître à un rythme suffisant pour leur permettre d'assouplir leur politique de restriction des importations, alors que d'autres pays, notamment en Amérique latine, ont dû continuer de réduire leurs importations pour améliorer leur position extérieure.

Pour ce qui concerne les mouvements de capitaux, l'aspect le plus frappant de l'évolution en 1983 réside dans le fait que le financement du déficit, en rapide augmentation, des paiements courants des Etats-Unis s'est accompagné d'une nouvelle hausse du dollar EU. En d'autres termes, l'élément moteur de la

hausse du dollar a été constitué par des entrées de capitaux d'une ampleur sans précédent, qui ont elles-mêmes contribué à l'aggravation des comptes courants des Etats-Unis. Dans les autres pays, la contraction des déficits des paiements courants s'est traduite par une importante diminution des besoins de financement extérieur. Toutefois, dans un certain nombre de pays fortement endettés, notamment en Amérique latine, le financement des déficits des paiements courants a dû être organisé sous l'égide du Fonds monétaire international.

Malgré les améliorations observées l'an dernier, les perspectives en matière de balances des paiements à l'échelle internationale, au printemps 1984, sont restées sombres à plusieurs égards. En premier lieu, la structure de la balance américaine des paiements n'est, de toute évidence, pas satisfaisante. Le déficit des paiements courants prévu pour 1984 et, par voie de conséquence, les entrées de capitaux qu'exigera son financement ne sauraient persister sans menacer la stabilité financière internationale. En deuxième lieu, l'excédent japonais semble devoir continuer de s'accroître, ce qui risque de provoquer de nouvelles difficultés dans les relations commerciales; enfin, les nations fortement endettées d'Amérique latine sont encore loin d'une position extérieure qu'elles pourraient financer de façon autonome et qui rendrait possible une reprise de leur croissance économique interne.

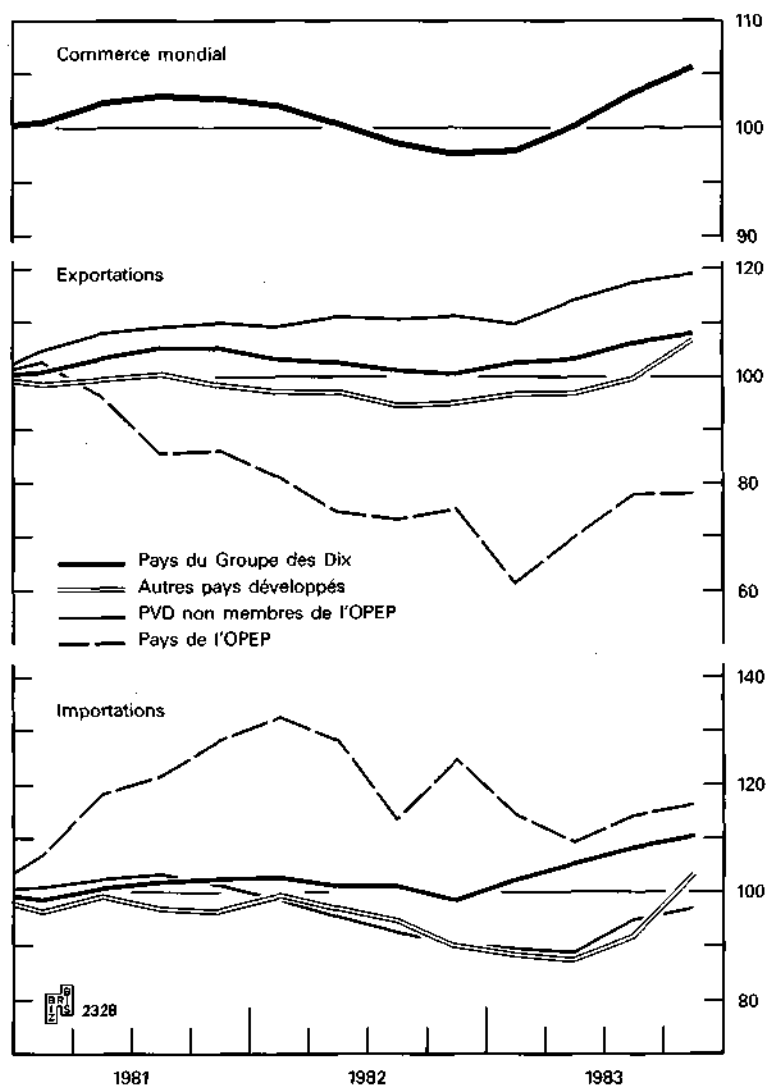
Commerce mondial

Le commerce mondial a progressé de 2% en volume en 1983, après un recul de 2,5% au cours de l'année précédente. Néanmoins, durant aucune période comparable depuis la seconde guerre mondiale, les échanges commerciaux n'ont autant manqué de ressort que depuis 1979. La réduction des prix en dollars des biens faisant l'objet d'échanges internationaux est ressortie à 4,5% en 1983, troisième année consécutive de baisse de ces prix, et la valeur du commerce mondial s'est inscrite en recul de 2,5% environ, pour revenir à \$ 1.900 milliards. Le volume des échanges de produits manufacturés a augmenté de près de 4%, mais celui des produits minéraux (pétrole compris) a connu un nouveau tassement (-6%); quant au commerce de produits agricoles, il a enregistré une progression de 2%.

Pour l'ensemble de l'année, l'évolution des échanges en volume dans les principaux groupes de pays a fait apparaître des structures radicalement différentes. Les pays du Groupe des Dix ont été les seuls à enregistrer une progression du volume de leurs importations, de plus de 5%, cette expansion étant imputable pour les deux tiers aux Etats-Unis. Dans tous les autres groupes de pays, en revanche, le volume des importations s'est contracté. S'agissant des pays développés n'appartenant pas au Groupe des Dix, la contraction, de l'ordre de 2%, a été sensiblement équivalente à celle de l'année précédente. Pour les pays en développement non membres de l'OPEP, elle a été de 1,5% environ, soit nettement moins que la chute de 7% enregistrée en 1982, bien que les variations de volume des importations aient été très diverses d'un pays à l'autre. Enfin, dans les pays de l'OPEP, où le volume des importations avait continué de s'accroître en 1982, l'apparition de contraintes extérieures a entraîné un recul

Evolution du commerce mondial en volume, 1981-83*

Quatrième trimestre 1980 = 100.



* Chiffres désaisonnalisés.

de 9%. Quant à la croissance des exportations, elle s'est répartie de façon plus uniforme, puisqu'elle s'est fait sentir partout sauf dans les pays de l'OPEP, où la stagnation de la demande de pétrole au début de 1983 s'est traduite par une nouvelle baisse des exportations, de 6%, sur l'ensemble de l'année. Dans le Groupe des Dix, la progression de 3% des exportations est venue contrebalancer la contraction de l'année précédente; dans les pays développés de moindre importance, la croissance des exportations s'est accélérée, pour atteindre 4%, et, dans les pays en développement non membres de l'OPEP, elle a vu son rythme plus que doubler, passant à 5%.

Toutefois, comme le montre le graphique de la page 92, tous les groupes de pays ont participé, au fil des mois, au redressement des échanges internationaux. La reprise de la croissance du commerce mondial a été déclenchée par les pays du Groupe des Dix, où la demande d'importations, surtout de la part des Etats-Unis, a commencé à s'accélérer à la fin de 1982. En outre, la croissance correspondante des exportations est restée circonscrite dans un premier temps au Groupe des Dix, provoquant ainsi un gonflement de 4% environ des échanges à l'intérieur de ce groupe. Cette impulsion s'est ensuite transmise progressivement à d'autres groupes de pays où, au terme du premier trimestre de 1983, le volume des exportations a commencé à se développer fortement, principalement dans les pays de l'OPEP. La réaction tardive de la demande d'importations en dehors du Groupe des Dix est avant tout imputable à la poursuite de politiques de limitation des achats à l'étranger dans nombre de pays. Quoi qu'il en soit, au cours du second semestre de l'année dernière, le redressement des échanges commerciaux a été plus uniformément réparti et le commerce mondial a connu une expansion de près de 6% par rapport aux six premiers mois de l'année.

Enfin, les divergences significatives d'évolution des prix en dollars des principales catégories de biens échangés – le prix moyen des produits manufacturés baissant de 3% et celui du pétrole de 12%, alors que les cours des produits de base augmentaient de 7% – se sont répercutées sur les termes de l'échange de chacun des groupes. C'est ainsi que la forte détérioration de 9% des prix relatifs dans les pays de l'OPEP s'est surtout traduite par une amélioration de quelque 2% des termes de l'échange pour les pays développés. Quant aux pays en développement non membres de l'OPEP, ils ont enregistré, pour la première fois depuis 1977, une légère amélioration de 0,5% environ de leurs termes de l'échange.

Evolution de la balance mondiale des paiements

La configuration des balances des paiements courants l'an dernier – telle qu'elle apparaît dans le tableau de la page 94 – reflète des ajustements de grande envergure qui ont abouti à une structure globale des paiements plus équilibrée, à bien des égards, que par le passé. En revanche, d'importants déséquilibres se sont fait jour aux Etats-Unis et au Japon. En outre, la situation mondiale des paiements courants demeure obscurcie par des divergences statistiques. En effet, seule la moitié environ du total des améliorations des paiements courants en 1983 a donné lieu, en contrepartie, à des détériorations dans les statistiques enregistrées. Par voie de conséquence, l'écart statistique de la balance mondiale des paiements courants a diminué de \$28 milliards, cette contraction résultant de la réapparition de l'excédent traditionnel de la balance commerciale mondiale et d'une réduction du déficit global des transactions invisibles.

Cet ajustement de la situation globale des paiements courants a été particulièrement sensible dans les pays en développement non membres de l'OPEP et les pays développés extérieurs au Groupe des Dix: en effet, leur déficit a diminué de \$21 milliards et de \$13 milliards respectivement, pour revenir à un niveau qui, par rapport à leur PNB, n'est guère plus élevé qu'avant le second

Soldes des paiements courants dans le monde, 1981-83¹

| Pays et zones | Solde de la balance commerciale (f.o.b.) | | | Solde des transactions invisibles | | | Solde des transactions courantes | | |
|--|--|----------|-----------|-----------------------------------|-------------|------------|----------------------------------|-------------|------------|
| | 1981 | 1982 | 1983 | 1981 | 1982 | 1983 | 1981 | 1982 | 1983 |
| | en milliards de dollars EU | | | | | | | | |
| Allemagne fédérale | 15,5 | 24,3 | 21,0 | -21,3 | -20,8 | -17,0 | - 5,8 | 3,5 | 4,0 |
| Canada | 6,2 | 14,8 | 14,6 | -11,0 | -12,4 | -13,3 | - 4,8 | 2,4 | 1,3 |
| Etats-Unis | -28,1 | -36,4 | -61,1 | 32,7 | 25,2 | 19,8 | 4,6 | -11,2 | -41,3 |
| France | -10,0 | -15,8 | - 7,7 | 5,2 | 3,7 | 3,9 | - 4,8 | -12,1 | - 3,8 |
| Italie | -10,6 | - 7,9 | - 3,1 | 2,5 | 2,4 | 3,6 | - 8,1 | - 5,5 | 0,5 |
| Japon | 20,0 | 18,1 | 31,5 | -15,2 | -11,2 | -10,7 | 4,8 | 6,9 | 20,8 |
| Pays-Bas | 3,8 | 4,6 | 4,0 | - 1,0 | - 1,0 | - 0,6 | 2,8 | 3,6 | 3,4 |
| Royaume-Uni | 7,5 | 4,2 | - 0,8 | 7,5 | 5,5 | 3,9 | 15,0 | 9,7 | 3,1 |
| Suède | 1,6 | 0,8 | 3,1 | - 4,4 | - 4,4 | - 4,2 | - 2,8 | - 3,6 | - 1,1 |
| Suisse | - 3,3 | - 2,1 | - 3,0 | 6,1 | 5,7 | 5,9 | 2,8 | 3,6 | 2,9 |
| UEBL | - 4,7 | - 3,6 | - 1,9 | 0,5 | 1,1 | 1,4 | - 4,2 | - 2,5 | - 0,5 |
| <i>Pays du Groupe des Dix</i> | - 2,1 | 1,0 | - 3,4 | 1,6 | - 6,2 | - 7,3 | - 0,5 | - 5,2 | -10,7 |
| Afrique du Sud | - 0,2 | 0,7 | 3,9 | - 4,3 | - 3,7 | - 3,6 | - 4,5 | - 3,0 | 0,3 |
| Australie | - 2,3 | - 2,7 | 0,1 | - 6,0 | - 5,9 | - 5,5 | - 8,3 | - 8,6 | - 5,4 |
| Autriche | - 4,8 | - 3,3 | - 3,4 | 3,3 | 3,7 | 3,3 | - 1,5 | 0,4 | - 0,1 |
| Danemark | - 0,9 | - 0,8 | - 0,1 | - 0,9 | - 1,5 | - 1,2 | - 1,8 | - 2,3 | - 1,3 |
| Espagne | -10,1 | - 9,2 | - 7,4 | 5,1 | 5,0 | 4,9 | - 5,0 | - 4,2 | - 2,5 |
| Finlande | 0,7 | 0,3 | 0,2 | - 1,0 | - 1,2 | - 1,1 | - 0,3 | - 0,9 | - 0,9 |
| Grèce | - 6,7 | - 5,9 | - 5,4 | 4,3 | 4,0 | 3,5 | - 2,4 | - 1,9 | - 1,9 |
| Irlande | - 2,2 | - 1,6 | - 0,6 | 0,1 | 0,1 | 0,2 | - 2,1 | - 1,5 | - 0,4 |
| Israël | - 3,5 | - 3,3 | - 4,1 | 2,1 | 1,2 | 1,8 | - 1,4 | - 2,1 | - 2,3 |
| Norvège | 3,0 | 2,4 | 4,4 | - 0,8 | - 1,7 | - 2,2 | 2,2 | 0,7 | 2,2 |
| Nouvelle-Zélande | - 0,0 | - 0,2 | 0,9 | - 1,4 | - 1,2 | - 1,5 | - 1,4 | - 1,4 | - 0,6 |
| Portugal | - 5,1 | - 4,9 | - 2,9 | 2,5 | 1,6 | 1,3 | - 2,6 | - 3,3 | - 1,6 |
| Turquie | - 3,1 | - 2,0 | - 2,4 | 1,3 | 1,2 | 0,4 | - 1,8 | - 0,8 | - 2,0 |
| Yougoslavie | - 3,1 | - 2,0 | - 1,3 | 2,2 | 1,5 | 1,6 | - 0,9 | - 0,5 | 0,3 |
| <i>Autres pays développés</i> | -38,3 | -32,5 | -18,1 | 6,5 | 3,1 | 1,9 | -31,8 | -29,4 | -16,2 |
| <i>Total des pays développés</i> | -40 | -32 | -22 | 8 | - 3 | - 5 | -32 | -35 | -27 |
| Pays de l'OPEP ² | 126 | 63 | 44 | -75 | -78 | -83 | 51 | -15 | -19 |
| Pays en développement non membres de l'OPEP ³ | -65 | -45 | -26 | -17 | -19 | -17 | -82 | -64 | -43 |
| <i>Total des pays en développement</i> | 61 | 18 | 18 | -92 | -97 | -80 | -31 | -79 | -62 |
| Economies à planification centralisée ⁴ | 2 | 14 | 15 | - 5 | - 2 | - 0 | - 3 | 12 | 15 |
| Total | 23 | 0 | 11 | -89 | -102 | -85 | -66 | -102 | -74 |

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 entièrement comparables avec celles des deux autres chapitres. ⁴ République démocratique allemande, Bulgarie, République populaire de Chine, Hongrie, Pologne, Roumanie, Tchécoslovaquie et URSS.

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

choc pétrolier. Au sein de ces groupes, les améliorations les plus fortes ont été, dans la plupart des cas, le fait de pays qui avaient enregistré auparavant de très importants déficits. Un ajustement substantiel a également eu lieu dans les pays de l'OPEP, où le rétablissement de l'équilibre de la balance des paiements courants au second semestre a permis de limiter le déficit à \$19 milliards sur l'ensemble de l'année, soit guère plus que pour l'année précédente. Pour la seconde année consécutive, les économies à planification centralisée ont enregistré un excédent notable, imputable pour l'essentiel à l'URSS et à la Chine. Au sein du Groupe des Dix, pour lequel le déficit global a doublé (\$11 milliards), les fortes réductions du déficit des paiements courants de plusieurs pays ont été éclipsées par l'apparition d'un déficit de \$41,3 milliards aux Etats-Unis et d'un excédent de \$20,8 milliards au Japon.

Exception faite de quelques grands pays débiteurs, le financement des déficits des paiements courants en 1983 n'a pas posé de difficultés. Aux Etats-Unis, par suite principalement d'entrées nettes de capitaux bancaires d'une importance exceptionnelle, le déficit croissant a été facilement financé, comme en témoigne l'appréciation du taux de change du dollar. Dans les autres pays du Groupe des Dix, les sorties globales de capitaux sont restées pratiquement stables en 1983, de sorte que les améliorations des paiements courants d'un certain nombre de pays se sont traduites, pour une bonne part, par un renforcement de leur position monétaire officielle nette. Ailleurs, le financement des déficits des paiements courants a été largement facilité par la réduction de ces déficits, et les pays en développement non membres de l'OPEP, comme les économies développées n'appartenant pas au Groupe des Dix, ont pu légèrement accroître leurs réserves officielles de change, malgré une forte baisse des entrées de fonds en provenance du secteur bancaire international. Toutefois, dans le cas de pays lourdement endettés à l'égard de l'étranger, il a fallu mettre sur pied des dispositifs de financement international.

Etant donné les modifications sensibles des comptes extérieurs des Etats-Unis en 1983 et leur importance pour les autres pays, l'examen de l'évolution des paiements dans les principaux groupes et dans les différents pays commencera par une analyse de la balance américaine des paiements.

La balance des paiements des Etats-Unis

La détérioration des *paiements courants* des Etats-Unis, qui avait commencé au cours du second semestre de 1982, s'est fortement accentuée en 1983, le déficit étant ressorti à \$41,3 milliards. Au dernier trimestre de l'année, ce solde négatif atteignait près de \$64 milliards en rythme annuel, après correction des variations saisonnières, et au premier trimestre de 1984 il a continué de se creuser jusqu'à un niveau de plus de \$80 milliards. Certes, cette détérioration des paiements courants en 1983 est due, pour l'essentiel, à la balance commerciale; toutefois, on a également enregistré une réduction de \$5,4 milliards de l'excédent des transactions invisibles, notamment sous l'effet de l'augmentation des dépenses nettes au titre du tourisme et d'une contraction de \$3,7 milliards des recettes nettes au titre des investissements. Ce dernier phénomène reflète une

progression sensible des revenus d'investissements directs aux Etats-Unis de la part de non-résidents et une diminution des revenus nets des investissements de portefeuille américains à l'étranger, imputables tant à l'écart croissant entre les taux d'intérêt aux Etats-Unis et à l'étranger qu'à des aménagements de portefeuille liés aux importantes entrées nettes de capitaux bancaires aux Etats-Unis.

L'accroissement du déficit commercial des Etats-Unis l'an dernier est le prolongement du mouvement amorcé en 1981. Depuis lors, un certain nombre de facteurs, tant positifs que négatifs, ont produit des effets notables sur la balance commerciale; on trouvera dans le tableau ci-après des estimations de l'importance relative de ces facteurs.

Etats-Unis: facteurs de variation de la balance commerciale, 1981-83 (estimations)

| Années | Variations de la balance commerciale | Dues aux variations | | | | |
|-----------------|---|-----------------------------------|--|---|---------------------------------------|---|
| | | des importations de pétrole | des termes de l'échange (hors pétrole) | des marchés d'exportation ¹ | de la demande interne ² | de la compétitivité et d'autres facteurs |
| | | en milliards de dollars EU | | | | |
| 1981 | - 2,5 | 1½ | 15½ | 8½ | - 9 | -19 |
| 1982 | - 8,3 | 16½ | 2½ | -17½ | 3 | -13 |
| 1983 | -24,7 | 7½ | 6½ | 0 | -14 | -25 |
| 1981-83 | -35,5 | 25½ | 24½ | - 9 | -20 | -57 |

¹ La progression en volume des importations des partenaires commerciaux des Etats-Unis est pondérée en fonction de leur part dans les exportations américaines. ² Importations de pétrole non comprises.

Si l'on considère tout d'abord les facteurs positifs, on constate entre 1981 et 1983 une baisse de \$25,5 milliards, soit d'un tiers, des dépenses américaines affectées aux importations de pétrole brut et de produits pétroliers. Bien que ce phénomène résulte dans une certaine mesure du recul de \$35 à \$28,5 du prix moyen du baril de pétrole d'importation, on doit l'imputer pour l'essentiel à une réduction impressionnante du volume de ces importations. Même en 1983, où la demande intérieure américaine a connu une forte expansion, les importations de pétrole ont enregistré une contraction de 2% en volume, portant ainsi leur baisse cumulée depuis 1980 à 28%. Ce résultat remarquable a été possible grâce à des économies (la consommation s'est inscrite en recul en 1983 pour la cinquième année consécutive), à des réductions de stocks et à une légère expansion de la production intérieure.

La balance commerciale américaine a également tiré un avantage substantiel des modifications des termes de l'échange (hors pétrole) durant la période 1981-83. Pour l'essentiel, c'est grâce à la vigueur du dollar EU, dont le taux de change effectif a progressé, en moyenne annuelle, de 35% entre 1980 et 1983, que les termes de l'échange (hors pétrole) ont enregistré une amélioration cumulée de 12% au cours des trois dernières années, permettant ainsi de soulager de \$24,5 milliards la balance commerciale.

L'influence de ces facteurs positifs a cependant été plus que contrebalancée par les effets défavorables exercés sur le volume des échanges par la contraction

des marchés d'exportation, la croissance de la demande intérieure et d'autres facteurs, notamment la perte de compétitivité des Etats-Unis à l'échelle internationale. En ce qui concerne l'évolution des marchés américains d'exportation, le fait que, en 1981, plus d'un tiers du total de leurs exportations était destiné au Canada et à l'Amérique latine rendait les Etats-Unis particulièrement vulnérables à l'affaiblissement de ces marchés, provoqué par la récession au Canada et les problèmes d'endettement en Amérique latine. En 1982, les marchés américains d'exportation ont subi une contraction estimée à près de 8%, soit trois fois plus que le recul en termes réels du commerce mondial, ce qui s'est traduit par un manque à gagner à l'exportation de \$17,5 milliards. Bien que ce mouvement ait été enrayé en 1983, les marchés américains d'exportation sont restés déprimés par rapport à l'expansion du commerce mondial. Si l'évolution de la demande sur les marchés américains d'exportation avait, au cours des trois dernières années, suivi le rythme de croissance du commerce mondial, les ventes américaines auraient dépassé de \$9 milliards le niveau qu'elles ont atteint.

Les effets négatifs de la faiblesse des marchés d'exportation sur la balance commerciale ont, en général, été renforcés par la pression de la demande aux Etats-Unis. Alors que le recul de 1% de la demande en 1982 a entraîné une diminution de \$3 milliards environ des importations, son dynamisme en 1981 et surtout en 1983 a été à l'origine, selon les estimations, d'un gonflement de \$23 milliards du volume des importations.

L'influence négative de loin la plus forte depuis 1981 qui s'est exercée sur la balance commerciale américaine doit être attribuée à d'autres facteurs, dont le plus important a certainement été la perte de compétitivité sur le plan international, due aux effets à retardement de l'appréciation du taux de change réel effectif du dollar. Cette influence apparaît dans l'évolution des principales catégories d'exportations et de la structure des échanges commerciaux avec les différents groupes de pays.

En ce qui concerne le premier point, la part des Etats-Unis dans le total des exportations des pays de l'OCDE a diminué de 5% entre 1981 et 1983 dans les secteurs des produits agricoles et des matières premières non pétrolières; dans le cas des exportations de produits manufacturés — qui sont plus sensibles aux variations de la compétitivité internationale — ce recul a atteint 9%. De même, si le volume total des exportations américaines de produits agricoles s'est contracté de 10,5% au cours des trois dernières années, la chute des ventes à l'étranger de produits non agricoles est ressortie à 22,5%. Sur le front des importations, toutefois, les variations en volume ont été — à tout le moins jusqu'au milieu de 1983 — grosso modo conformes aux mouvements de la demande intérieure, ce qui montre que les changements observés en matière de compétitivité se sont traduits par des variations des marges bénéficiaires plus que des volumes. On peut en déduire que les concurrents étrangers ont, soit considéré que leurs gains de compétitivité n'étaient que temporaires et ne justifiaient donc aucune expansion notable de leurs capacités de production, soit limité d'eux-mêmes toute accentuation de leur pénétration sur le marché américain pour éviter de déclencher des restrictions sur les échanges commerciaux.

**Etats-Unis: modifications de la balance commerciale à l'égard de divers groupes de pays,
1981-83**

| Années | Balance commerciale globale | Pays industrialisés | Canada | Japon | Pays de l'OPEP | Pays en développement hors OPEP | Pays d'Amérique latine | Europe de l'Est |
|----------------------------|-----------------------------|---------------------|--------|-------|----------------|---------------------------------|------------------------|-----------------|
| en milliards de dollars EU | | | | | | | | |
| 1981 . . | - 2,5 | -11,7 | 1,0 | - 5,4 | 9,4 | - 0,4 | 1,9 | 0,2 |
| 1982 . . | - 8,3 | -14,4 | - 6,9 | - 1,2 | 18,0 | -11,7 | - 9,5 | - 0,2 |
| 1983 . . | -24,2 | -10,6 | - 1,2 | - 2,6 | 0,8 | -13,2 | - 7,8 | - 1,2 |
| 1981-83 | -35,0 | -36,7 | - 7,1 | - 9,2 | 28,2 | -25,3 | -15,4 | - 1,2 |

La dégradation de la compétitivité, parallèlement au rétrécissement des marchés d'exportation, a également affecté la structure des échanges commerciaux des Etats-Unis avec différents pays. Comme le montre le tableau ci-dessus, la détérioration la plus sensible a été notée dans le domaine des échanges avec les autres pays industrialisés, dont le solde est passé d'un excédent de \$9,3 milliards en 1980 à un déficit de \$27,4 milliards en 1983. Le deuxième, en importance, des renversements de tendance est intervenu vis-à-vis des pays en développement non membres de l'OPEP, le faible excédent de 1980 faisant place à un déficit de \$24,7 milliards en 1983. Pour l'essentiel, cette dégradation a été le résultat des politiques d'ajustement des pays d'Amérique latine. En outre, les Etats-Unis ont accru leurs achats de pétrole au Mexique après 1981. Cette réorientation vers des sources d'approvisionnement de pétrole autres que l'OPEP, parallèlement à la forte réduction des importations globales de pétrole, constitue la principale raison de l'amélioration marquée de la balance commerciale des Etats-Unis vis-à-vis du groupe des pays de l'OPEP.

Pour ce qui concerne les *mouvements de capitaux*, on a assisté à une importante modification de la structure des entrées nettes de capitaux aux Etats-Unis en 1983. Les entrées bancaires nettes ont assuré le financement de près des deux tiers du déficit de la balance des paiements courants, alors que les entrées identifiées de capitaux non bancaires et, dans une plus large mesure encore, les entrées non identifiées de capitaux ont enregistré un recul sensible par rapport à leur niveau de 1982.

Le total des entrées identifiées de capitaux non bancaires aux Etats-Unis est revenu de \$17,3 milliards en 1982 à \$2,8 milliards seulement en 1983. Les entrées nettes au titre d'investissements directs ont diminué de \$11,5 milliards, pour s'établir à \$1,9 milliard, sous l'effet surtout de la reprise des investissements nets à l'étranger des résidents américains. En outre, les créances nettes des entreprises du secteur non bancaire des Etats-Unis sur des entités étrangères n'appartenant pas au réseau de leurs filiales, qui avaient diminué de \$3,9 milliards en 1982, ont augmenté de \$4,2 milliards au cours des trois premiers trimestres de l'an dernier, ce qui traduit pour l'essentiel une acquisition nette d'actifs financiers. Compensant en partie ces mouvements, l'augmentation des achats de valeurs mobilières américaines par des non-résidents a provoqué un

accroissement des entrées nettes au titre des investissements de portefeuille, qui sont passées de \$5,2 milliards à \$9,7 milliards.

L'écart statistique de la balance américaine des paiements – que l'on attribue principalement aux mouvements de capitaux non recensés – avait fait apparaître des entrées nettes de plus de \$40 milliards en 1982. En 1983, ces entrées de capitaux sont revenues à \$7,1 milliards seulement et ont été enregistrées en quasi-totalité durant le premier trimestre. Ce changement sensible s'explique vraisemblablement par l'atténuation du mouvement de fuite vers les Etats-Unis de capitaux provenant notamment d'Amérique latine, par suite de l'adoption de politiques de stabilisation dans un certain nombre de grands pays débiteurs. En outre, il n'est pas impossible que le rétrécissement de l'écart entre les taux d'intérêt à court et à long terme des actifs libellés en dollars ait incité les investisseurs étrangers à s'orienter vers des placements en dollars à court terme, dont le recensement statistique est plus complet. Dans la mesure où ces investissements ont pris la forme de placements auprès de banques sises hors des Etats-Unis, le réacheminement de ces fonds vers les Etats-Unis par le biais d'opérations interbancaires est susceptible d'avoir contribué à la réduction de l'écart statistique.

L'aspect le plus frappant des mouvements de capitaux américains a été l'inversion des flux bancaires, qui sont passés de \$45,1 milliards de sorties nettes en 1982 à \$26,3 milliards d'entrées nettes en 1983. Comme le montre le tableau

Etats-Unis: mouvements de capitaux, 1981-83

| Postes | 1981 | 1982 | 1983 | | | | |
|---|-------|-------|--------------------|----------------------------|----------------|----------------|----------------|
| | | | année | 1er trimestre | 2ème trimestre | 3ème trimestre | 4ème trimestre |
| | | | | en milliards de dollars EU | | | |
| Solde des mouvements de capitaux | -30,2 | -27,8 | 29,1 | - 4,6 | 8,8 | 12,4 | 12,4 |
| Capitaux non bancaires identifiés: | 11,5 | 17,3 | 2,8 | 0,7 | 2,7 | - 0,6 | - 0,1 |
| Investissement direct (chiffres nets): | 12,3 | 13,4 | 1,9 | 2,4 | 1,3 | - 1,4 | - 0,4 |
| à l'étranger | - 9,7 | 3,0 | - 7,6 | 0,3 | - 0,9 | - 4,5 | - 2,4 |
| aux Etats-Unis | 22,0 | 10,4 | 9,5 | 2,1 | 2,2 | 3,2 | 2,1 |
| Opérations sur titres (chiffres nets): | 4,5 | 5,2 | 9,7 | 4,1 | 2,5 | 1,2 | 1,8 |
| titres étrangers | - 5,6 | - 8,0 | - 7,5 | - 1,8 | - 3,2 | - 1,6 | - 0,9 |
| titres du Trésor des Etats-Unis | 3,0 | 7,0 | 8,6 | 2,9 | 3,1 | 1,0 | 1,6 |
| autres titres américains | 7,2 | 6,1 | 8,6 | 3,0 | 2,6 | 1,8 | 1,1 |
| Autres capitaux du secteur privé non bancaire (chiffres nets) | - 0,2 | 3,9 | - 4,2 ¹ | - 4,5 | - 0,3 | 0,6 | . |
| Autres capitaux du secteur public (chiffres nets) | - 5,1 | - 5,2 | - 4,6 | - 1,3 | - 0,8 | - 1,0 | - 1,5 |
| Flux bancaires (chiffres nets) | -41,7 | -45,1 | 26,3 | - 5,3 | 6,1 | 13,0 | 12,5 |
| Ecart statistique | 24,2 | 41,4 | 7,1 | 8,8 | - 0,6 | 1,8 | - 2,9 |
| Variations de la position monétaire officielle ² nette | 1,4 | - 2,4 | 4,6 | - 0,5 | 1,6 | - 2,2 | 5,7 |
| avoirs (= augmentation) | - 4,1 | - 5,0 | - 1,2 | - 0,8 | 0,0 | 0,5 | - 1,0 |
| engagements (= diminution) | 5,5 | 2,7 | 5,8 | 0,3 | 1,6 | - 2,8 | 6,7 |

Remarque: les chiffres des divers postes ayant été arrondis, leur somme peut ne pas être égale aux totaux.

¹ Trois premiers trimestres. ² A l'exclusion des allocations de DTS et des corrections des variations de change; un signe (-) indique une amélioration.

ci-après, l'expansion des avoirs extérieurs bruts des banques sises aux Etats-Unis s'est ralentie de façon très substantielle, pour revenir de \$109,4 milliards à \$25 milliards; par contre, l'accroissement de leurs engagements vis-à-vis de non-résidents n'a connu, par comparaison, qu'une faible décélération (de \$64,3 milliards à \$51,3 milliards).

Il faut être prudent lorsque l'on compare les flux bancaires américains en 1982 et en 1983, car l'augmentation des avoirs et engagements extérieurs bruts des banques s'est trouvée amplifiée en 1982 par le transfert comptable de certaines activités d'autres centres vers les facilités bancaires internationales mises en place vers la fin de 1981. Néanmoins, le renversement spectaculaire des flux bancaires nets des Etats-Unis en 1983 semble résulter pour l'essentiel de deux facteurs. D'une part, du côté des avoirs, on a assisté à une réduction sensible des nouveaux crédits internationaux accordés aux pays en développement. L'influence de ce facteur apparaît non seulement dans la contraction des nouveaux crédits au secteur non bancaire, mais encore, dans une certaine mesure, dans le ralentissement beaucoup plus marqué de la croissance des créances vis-à-vis de banques étrangères. Les banques sises aux Etats-Unis n'ont vu progresser le montant total de leurs créances à l'égard d'emprunteurs des secteurs bancaire et non bancaire dans les pays en développement non membres de l'OPEP que de \$9,8 milliards en 1983, contre \$34,8 milliards en 1982; pour près des trois quarts, cette réduction a porté sur les prêts aux pays d'Amérique latine.

Etats-Unis: flux bancaires par catégorie de transactions, 1982-83

| Postes | Années | Toutes transactions | | | Transactions en dollars EU | | | | |
|--|--------|---------------------|------------------------|---------------|----------------------------|------------------------------|--|--|----------------------------------|
| | | Total | en monnaies étrangères | en dollars EU | Pour compte propre | | | | Autres transactions ² |
| | | | | | Total | avec le secteur non bancaire | avec les banques étrangères ¹ | avec les propres établissements à l'étranger | |
| | | | | | | | | | |
| en milliards de dollars EU | | | | | | | | | |
| Flux bancaires (chiffres nets) | 1982 | - 45,1 | - 1,2 | - 43,9 | - 40,8 | - 9,3 | - 21,8 | - 9,6 | - 3,1 |
| | 1983 | 26,3 | 0,0 | 26,3 | 18,8 | 0,3 | 8,3 | 10,2 | 7,5 |
| Variations des créances | 1982 | - 109,4 | - 2,4 | - 106,9 | - 103,0 | - 27,1 | - 45,2 | - 30,6 | - 3,9 |
| | 1983 | - 25,0 | 0,1 | - 25,0 | - 32,8 | - 12,6 | - 1,0 | - 19,2 | 7,8 |
| Variations des engagements | 1982 | 64,3 | 1,2 | 63,0 | 62,2 | 17,8 | 23,4 | 21,0 | 0,8 |
| | 1983 | 51,3 | - 0,0 | 51,3 | 51,6 | 12,9 | 9,3 | 29,4 | - 0,3 |

Remarque: les chiffres des divers postes ayant été arrondis, leur somme peut ne pas être égale aux totaux.

¹ Banques non affiliées seulement. ² Comprennent les transactions sur les comptes de clients et les variations des engagements au titre des valeurs en garde.

Le second facteur à l'origine de l'inversion des flux bancaires nets des Etats-Unis a été la situation relative de la liquidité et les niveaux des taux d'intérêt aux Etats-Unis et dans les autres grands centres financiers. En cours

d'année, l'écart entre les taux de l'euro-dollar à trois mois et les taux américains à court terme comparables s'est considérablement réduit. C'est pourquoi des banques sises aux États-Unis ont prélevé — le plus souvent directement par le biais de leurs propres établissements à l'étranger — des montants élevés sur le marché de l'euro-dollar, où les conditions de liquidité bénéficiaient de l'influence favorable de l'élargissement de l'écart entre les taux d'intérêt du dollar et des autres grandes devises. Au cours du second semestre de 1983, les entrées nettes de capitaux interbancaires aux États-Unis se sont établies, en rythme annuel, à \$53 milliards — soit près de trois fois le montant total de ces entrées sur l'ensemble de l'année.

Durabilité de la position extérieure nette des États-Unis. Le rythme d'accroissement du déficit de la balance américaine des paiements courants depuis la mi-1983 et son ampleur actuelle posent, à l'évidence, un certain nombre de questions quant à l'avenir. La plus immédiate concerne la poursuite du financement de ce déficit. Le reste du monde (à l'exclusion des autorités monétaires officielles) a vu s'accroître de quelque \$36 milliards ses créances nettes sur les États-Unis l'an dernier; sera-t-il disposé à augmenter de plus de deux fois ce montant en 1984 et, dans l'affirmative, exigera-t-il des conditions plus favorables qu'auparavant, pour compenser les risques inhérents à une nouvelle progression de la part des actifs en dollars dans son portefeuille? Une amélioration des conditions offertes aux détenteurs étrangers de créances sur les États-Unis pourrait revêtir l'une des deux formes suivantes, voire les deux à la fois: nouvel élargissement de l'écart des taux d'intérêt en faveur des placements en dollars et/ou fixation d'un prix d'acquisition plus favorable du dollar par rapport aux autres devises. Dans la mesure où les investisseurs du secteur privé ne seraient pas disposés à financer le déficit de la balance américaine des paiements courants, il en résulterait une baisse du cours de change du dollar accompagnée d'un financement du déficit qui s'effectuerait sous la forme d'un accroissement des réserves de dollars détenues aux États-Unis par des non-résidents.

A plus long terme, une réduction sensible du déficit des paiements courants lui-même exigerait une modification des positions conjoncturelle et compétitive des États-Unis par rapport aux autres pays. Quant à savoir si ces modifications permettraient de s'acheminer vers une position soutenable de la balance américaine des paiements courants, cela dépendrait, en tout premier lieu, de l'orientation de la politique budgétaire des États-Unis. Conformément à l'analyse exposée au Chapitre IV, la cause fondamentale du déséquilibre externe doit être recherchée dans la distorsion, imputable à l'énorme déficit budgétaire, entre l'épargne et l'investissement aux États-Unis. Sans une limitation du processus de désépargne du secteur public, le rééquilibrage du couple épargne/investissement devra être vraisemblablement supporté pour l'essentiel par une réduction des investissements du secteur privé, provoquée par les niveaux excessivement élevés des taux d'intérêt. En d'autres termes, l'élimination du déséquilibre externe devrait provenir principalement de l'incidence exercée par une sévère récession sur la demande d'importations des États-Unis. En outre, tant que le niveau élevé des taux d'intérêt continue à maintenir la fermeté du taux de change du dollar, on ne saurait espérer qu'une amélioration de la position

compétitive des Etats-Unis sur le plan international vienne favoriser l'ajustement de la balance commerciale.

Evolution des balances des paiements des autres pays du Groupe des Dix

Evolution des paiements courants. Mis à part le Japon, qui a enregistré un important excédent, l'évolution des paiements courants dans les pays membres du Groupe des Dix autres que les Etats-Unis a généralement tendu vers un meilleur équilibre en 1983. Quatre pays ayant accusé d'importants déficits en 1981 et en 1982 – la France, l'Italie, la Suède et la Belgique – ont considérablement amélioré leur position l'an dernier. Ces pays ont tous renforcé leur balance commerciale, grâce à la fois à l'application de politiques restrictives de la demande et à une amélioration de leurs performances sur le plan des exportations s'accompagnant, dans certains cas, d'une évolution favorable des termes de l'échange. Dans deux autres pays, le Royaume-Uni et le Canada, le solde positif des paiements courants s'est inscrit en recul, sous l'effet d'une vive reprise de la demande interne. Au Canada, cependant, les conséquences de cette reprise ont été atténuées de façon sensible par le dynamisme de la demande américaine de produits canadiens. Dans les trois derniers pays, l'Allemagne, les Pays-Bas et la Suisse, l'excédent des paiements courants n'a que peu varié par rapport à 1982: un certain affaiblissement de la balance commerciale – traduisant, pour partie, un redressement de la demande intérieure dans le courant de l'année – a en effet été largement compensé par un mouvement inverse en matière de transactions invisibles. On trouvera dans les paragraphes qui suivent une description par pays des principales caractéristiques de l'évolution des transactions courantes.

L'excédent courant du *Japon* a plus que triplé l'an dernier, pour atteindre \$20,8 milliards, ce qui constitue un record pour un pays importateur de pétrole. Une bonne part de cette progression doit être attribuée aux très bons résultats sur le front des exportations. L'excédent commercial a été porté de \$18,1 milliards en 1982 à \$31,5 milliards en 1983, ce solde positif ayant atteint un niveau maximum, en rythme annuel désaisonnalisé, de plus de \$34 milliards au troisième trimestre. Le volume des exportations a progressé de 9% et, comme celui des importations a plafonné, l'excédent commercial réel s'est accru de plus de \$10 milliards; en outre, on a assisté à une amélioration de 3% des termes de l'échange. Si la croissance des exportations en volume a été impressionnante, elle semble grosso modo liée à l'évolution des marchés d'exportation et aux effets à retardement des gains de compétitivité du Japon sur le plan international en 1981 et en 1982. Ce qui est plus étonnant, étant donné la croissance de 3% du PNB, c'est la stagnation du volume des importations. Ce phénomène est en partie dû au redressement relativement tardif de la demande intérieure l'an dernier et à la formation assez lente des stocks, mais plus encore à l'utilisation plus efficace de l'énergie et des autres matières premières importées qui, ensemble, représentent près des deux tiers des importations totales. La capacité du Japon d'économiser l'énergie et les autres matières premières constitue la principale explication quant à l'élasticité exceptionnellement faible de la

demande d'importations. En d'autres termes, en l'absence d'un renchérissement sensible du yen en termes réels, il ne faut très vraisemblablement pas s'attendre, dans les années qui viennent, à une réduction du déséquilibre externe, même si la croissance de la demande intérieure au Japon devait être nettement supérieure à celle des autres pays.

Parmi les quatre pays membres du Groupe des Dix qui ont réduit de façon substantielle leur déficit des paiements courants en 1983, c'est la *France* qui a enregistré l'amélioration la plus sensible en abaissant ce déficit de deux tiers, pour le ramener à \$3,8 milliards. Ce changement est intervenu presque uniquement dans la balance commerciale, dont le déficit a diminué de plus de moitié, pour revenir à \$7,7 milliards; ce recul est dû aux effets conjugués d'une baisse de 2% du volume des importations, d'une progression de près de 4% du volume des exportations et d'une amélioration de 2% des termes de l'échange. Toutefois, ces influences ont fortement varié en cours d'année. Au premier semestre où, en rythme annuel, le déficit était inférieur de \$3,4 milliards à celui de la période correspondante de 1982, l'amélioration enregistrée a résulté avant tout de l'évolution des termes de l'échange. Au second semestre, la réduction de \$4,7 milliards du déficit a été surtout imputable à une expansion notable du volume des exportations et à un recul du volume des importations dû au fléchissement de la demande intérieure. Selon les statistiques douanières, l'amélioration de la balance commerciale en 1983 est intervenue, pour près de la moitié, vis-à-vis des autres pays industrialisés, le reste portant essentiellement sur les échanges avec les pays de l'OPEP. S'agissant de la ventilation par produit, le principal changement réside dans une réduction de la facture des importations énergétiques, qui a représenté plus de la moitié de la baisse totale des importations.

En *Italie* également, le léger excédent des paiements courants de \$0,5 milliard en 1983 constitue un redressement impressionnant par rapport au très important déficit de \$8,1 milliards enregistré deux ans plus tôt. Pour une part, l'amélioration de \$6 milliards l'an dernier des paiements courants découle d'une augmentation du solde positif des transactions invisibles, qui est passé de \$2,4 milliards à \$3,6 milliards, sous l'effet principalement d'un accroissement des recettes nettes du tourisme. Pour l'essentiel, cependant, elle provient d'une réduction de \$4,8 milliards du déficit commercial, attribuable en premier lieu à la situation conjoncturelle de l'Italie par rapport aux autres pays. L'expansion de 5% en volume des exportations doit beaucoup au redressement de l'activité économique en Amérique du Nord et en Allemagne. Par ailleurs, les importations ont connu une stagnation en termes réels, liée à celle de la demande intérieure durant la majeure partie de l'année 1983. Les effets des variations en volume sur la balance commerciale ont été renforcés par une amélioration de 1,5% des termes de l'échange.

En *Suède*, le déficit des paiements courants a diminué de \$2,5 milliards en 1983, pour revenir à \$1,1 milliard, soit son niveau le plus faible depuis 1978. On a assisté à une progression de \$2,3 milliards de l'excédent commercial, le volume des exportations enregistrant un gonflement de 11,5% à la suite de la dévaluation de 16% de la couronne en octobre 1982. Parallèlement, les mesures

restrictives de gestion de la demande ont limité à 1,5% l'accroissement du volume des importations. L'influence de ces variations favorables en volume sur la balance commerciale a cependant été contrebalancée, dans une certaine mesure, par une détérioration de 1% des termes de l'échange, qui se sont dégradés de façon particulièrement marquée immédiatement après la dévaluation.

La balance des paiements courants de l'*Union économique belgo-luxembourgeoise* a continué de s'améliorer l'an dernier, avec une réduction de \$2 milliards du déficit, qui a ainsi été ramené à \$0,5 milliard seulement, grâce surtout à une amélioration des résultats commerciaux. Etant donné la quasi-stabilité des termes de l'échange, le recul de \$1,7 milliard du déficit commercial a été entièrement imputable à des variations en volume. La demande intérieure – qui n'a pas progressé depuis 1980 – s'est inscrite en recul de 2% environ en 1983 et le volume des importations a subi une contraction de 3%, par suite notamment de la reconquête de parts de marché par les entreprises belges. Les importations de produits énergétiques ont diminué de près d'un cinquième, de sorte que plus de la moitié de l'amélioration globale de la balance commerciale est intervenue vis-à-vis des pays de l'OPEP. En volume, les exportations ont augmenté de près de 2%; à cet égard, les plus fortes progressions ont été observées sur les ventes aux partenaires de la Belgique qui connaissaient une expansion plus rapide – Etats-Unis, Allemagne et Royaume-Uni.

Des deux pays du Groupe des Dix ayant enregistré une contraction de leur excédent des paiements courants, c'est le *Royaume-Uni* qui a subi le recul le plus marqué. Ce surplus (\$3,1 milliards) a été inférieur de \$6,6 milliards à celui de 1982 et constitue le plus mauvais résultat depuis quatre ans. La progression de \$2,6 milliards de l'excédent des échanges pétroliers a été contrebalancée par un accroissement de \$7,6 milliards du déficit des échanges de produits non pétroliers. En outre, le Royaume-Uni a enregistré un recul de \$1,6 milliard de son excédent des transactions invisibles.

Malgré une détérioration de plus de 1% des termes des échanges non pétroliers, le principal facteur de dégradation de la balance commerciale britannique a été le gonflement de 8,5% du volume des importations de produits non pétroliers, sous l'effet du dynamisme de la demande intérieure. Les exportations ont augmenté, en volume, de moins de 1%, du fait en partie de la faiblesse relative, durant pratiquement toute l'année, de la demande en Europe occidentale, principal marché d'exportation pour le Royaume-Uni. Lorsque la demande de ces pays s'est redressée, il en est résulté, au dernier trimestre de 1983, une progression de 9% du volume des exportations britanniques de produits manufacturés (à l'exclusion des postes instables) et un gonflement d'un cinquième des exportations pétrolières. Selon les statistiques douanières, les importations supplémentaires de 1983 sont venues, pour plus des trois quarts, d'Europe occidentale, ce qui a encore amplifié le déficit commercial du Royaume-Uni vis-à-vis de cette zone.

Le recul de \$1,6 milliard de l'excédent des transactions invisibles en 1983 a porté, dans sa totalité, sur les revenus d'investissements. Les revenus nets des

investissements directs ont diminué de \$1 milliard, en raison de la situation conjoncturelle relativement favorable au Royaume-Uni en 1983. En outre, et du fait surtout de la baisse des taux d'intérêt à l'échelle internationale l'an dernier, les revenus nets des investissements de portefeuille et autres gains nets ont subi une contraction de \$0,7 milliard. Le recul de l'excédent des revenus d'investissements, qui a été ramené à \$0,7 milliard seulement en 1983, soit moins d'un tiers de son niveau de 1979, est néanmoins surprenant, étant donné que, depuis lors, la situation extérieure nette du Royaume-Uni en matière d'investissements s'est améliorée, parallèlement à un redressement de \$36 milliards de l'excédent cumulé des paiements courants.

Au *Canada*, l'excédent des paiements courants a enregistré un recul de \$1,1 milliard, pour revenir à \$1,3 milliard, par suite principalement de la détérioration de la balance des transactions invisibles due à l'augmentation des dépenses nettes au titre du tourisme et à la contraction des recettes nettes tirées des transferts. L'excédent commercial de \$14,6 milliards n'a été que très légèrement inférieur à son niveau de 1982, les évolutions divergentes en volume — expansion de 15% des importations, soit sensiblement plus que les 9% de croissance des exportations — ayant été compensées par une amélioration de 3% des termes de l'échange. Quant à la progression des exportations, elle est entièrement imputable à la reprise de l'activité économique aux États-Unis — les exportations canadiennes vers ce pays ont augmenté de \$7 milliards, malgré une certaine perte de compétitivité — alors que les ventes au reste du monde s'inscrivaient en recul. La vive expansion du volume des importations, qui constitue de loin la plus importante progression au sein du Groupe des Dix, a été surtout imputable à la reprise des dépenses des ménages, à la suite de la profonde récession de 1982, et à la reconstitution des stocks; toutefois, la forte hausse en termes réels du dollar canadien vis-à-vis du yen et d'un certain nombre de monnaies européennes a également joué un rôle en la matière. On en veut pour preuve le fait que l'expansion des importations a été relativement mieux répartie que celle des exportations; la progression de \$2,6 milliards de l'excédent des échanges bilatéraux avec les États-Unis s'est trouvée, en conséquence, neutralisée par le recul de l'excédent vis-à-vis du reste du monde.

En ce qui concerne, enfin, les trois pays traditionnellement excédentaires dont la position en matière de paiements courants a peu changé l'an dernier, l'*Allemagne* a enregistré une légère augmentation de son excédent des paiements courants, qui a été porté à \$4 milliards; la détérioration de \$3,3 milliards de la balance commerciale a été plus que compensée par une réduction de \$3,8 milliards du déficit des transactions invisibles.

La dégradation de la balance commerciale s'est poursuivie tout au long de l'année, l'excédent revenant, en rythme annuel désaisonnalisé, de \$27,2 milliards au premier trimestre à \$17,7 milliards au quatrième trimestre. La reprise de la demande intérieure s'est traduite par une progression de 5% du volume des importations, tandis que les exportations, malgré une augmentation durant les six derniers mois, sont restées pratiquement inchangées en volume sur l'ensemble de l'année. Par voie de conséquence, la balance commerciale s'est

détériorée de \$6,5 milliards, en termes réels, cette détérioration étant compensée pour moitié environ par une amélioration de 2% des termes de l'échange. L'influence prépondérante de la demande sur les flux commerciaux est assez surprenante, compte tenu du fait que la nette amélioration de la compétitivité internationale de l'Allemagne, intervenue en 1980-81, a été préservée deux années durant.

Le recul de \$17 milliards du déficit des transactions invisibles, transferts compris, en 1983, a surtout été dû à un redressement de \$2,5 milliards de la balance des revenus d'investissements, qui a permis de dégager un solde net positif de \$1,6 milliard. Cette évolution est attribuable à un certain nombre de facteurs: tout d'abord, les avoirs extérieurs nets de l'Allemagne ont augmenté parallèlement à l'excédent de la balance des paiements courants; ensuite, la dépréciation du deutsche mark vis-à-vis du dollar a réduit la valeur en dollars des versements de revenus d'investissements aux non-résidents; et, enfin, l'échéance moyenne des avoirs à l'étranger étant supérieure à celle des engagements vis-à-vis des non-résidents, les modifications intervenues l'an dernier dans la structure internationale des taux d'intérêt ont eu tendance à réduire plus fortement les versements de revenus d'investissements que les encaissements. Enfin, on a assisté à une nouvelle réduction de \$1,3 milliard des dépenses nettes relatives au tourisme et à une contraction de \$0,7 milliard des transferts officiels, en raison d'une diminution des versements nets au titre du budget de la CEE.

Aux *Pays-Bas*, l'excédent des opérations courantes s'est élevé, l'an dernier, à \$3,4 milliards, soit pratiquement à son niveau de 1982. La contraction de \$0,6 milliard de l'excédent commercial, qui est ainsi revenu à \$4 milliards, a été presque compensée par une réduction du déficit des transactions invisibles, due principalement à un recul des versements au titre des transferts officiels. L'excédent commercial a augmenté en volume, sous l'effet d'une croissance des exportations qui, avec 6%, a dépassé de deux points celle des importations; toutefois, cette amélioration a été surcompensée par la détérioration de 2% des termes de l'échange. Les exportateurs néerlandais ont plus particulièrement tiré avantage de la reprise en Allemagne et des améliorations de leur position compétitive sur le plan international depuis la fin de 1982.

L'excédent des paiements courants de la *Suisse* a connu un recul de \$0,7 milliard, pour revenir à \$2,9 milliards en 1983. C'est la progression de 4,5% du volume des importations, sous l'effet du redressement de la demande intérieure après la baisse observée en 1982, qui a été principalement à l'origine de l'accroissement à \$3 milliards du déficit commercial. Les volumes sont restés stables à l'exportation, malgré la détérioration de 8% de la compétitivité depuis 1981; en effet, la progression de 7% des ventes de produits de base et de produits semi-finis, surtout dans les secteurs de la métallurgie et de la chimie, s'est trouvée compensée par le recul de 4% et de 3% respectivement des ventes de biens d'équipement et de consommation. Eu égard à la ventilation par pays, les recettes tirées des exportations vers le Japon, les Etats-Unis et l'Allemagne ont été relativement soutenues, leur progression s'étant située entre 10 et 12%.

Evolution des mouvements de capitaux. En 1983, le tableau d'ensemble des mouvements de capitaux des pays du Groupe des Dix autres que les Etats-Unis a été sensiblement le même qu'en 1982; on relève néanmoins deux caractéristiques particulières de l'évolution de ces mouvements l'an dernier. D'une part, on a enregistré d'importantes sorties au Japon, en Allemagne, au Royaume-Uni, en Suisse et aux Pays-Bas, pratiquement équivalentes, voire supérieures, à l'excédent des paiements courants dégagé par ces pays. D'autre part, de substantielles entrées nettes de capitaux ont continué de se produire en France et en Italie, par suite notamment d'emprunts directs des gouvernements auprès de l'étranger et d'entrées de fonds bancaires intervenues à l'instigation des pouvoirs publics; ces apports ont contribué, conjointement à l'amélioration des paiements courants, au renforcement sensible de la position monétaire officielle nette de ces pays.

Pays du Groupe des Dix autres que les Etats-Unis:
flux de capitaux et variations des positions monétaires officielles nettes, 1982-83

| Pays | Années | Flux de capitaux identifiés | | | | | | | Poste «erreurs et omissions» | Variations de la position monétaire officielle nette ² |
|--------------------------|--------|-----------------------------|-----------------------|---------------------------------|---|------------------|------------------------------|--|------------------------------|---|
| | | Montant total | Investissement direct | Valeurs mobilières ¹ | Autres flux à long terme du secteur privé | Secteur officiel | Flux bancaires à court terme | Flux à court terme du secteur privé non bancaire | | |
| | | en milliards de dollars EU | | | | | | | | |
| Allemagne fédérale . . . | 1982 | - 1,8 | - 2,2 | 0,2 | - 2,7 | - 1,5 | 3,3 | 1,1 | - 0,5 | - 1,3 |
| | 1983 | - 6,2 | - 1,8 | 6,0 | - 4,9 | - 3,4 | 0,8 | - 2,9 | 0,7 | 1,6 |
| Canada | 1982 | 0,3 | - 1,3 | 9,2 | 2,3 | - 2,7 | - 4,0 | - 3,1 | - 3,3 | 0,6 |
| | 1983 | 4,5 | - 1,9 | 5,0 | 0,2 | - 0,1 | 0,6 | 0,7 | - 5,3 | - 0,4 |
| France | 1982 | 7,9 | - 1,5 | 4,4 | - 1,0 | 1,8 | 2,0 | 2,2 | - 0,8 | 5,0 |
| | 1983 | 10,3 | - 0,2 | 4,1 | - 1,7 | 3,8 | 5,6 | - 1,3 | - 0,6 | - 5,9 |
| Italie | 1982 | 0,6 | - 0,3 | - 0,4 | 3,1 | 2,4 | - 2,3 ³ | - 2,0 | 0,9 | 4,3 |
| | 1983 | 5,2 | - 0,9 | 0,2 | - 0,3 | 2,2 | 3,3 ³ | 0,7 | 0,1 | - 5,8 |
| Japon | 1982 | -16,6 | - 4,1 | 2,1 | -12,6 | - 0,4 | - 0,0 | - 1,6 | 4,7 | 5,0 |
| | 1983 | -21,1 | - 3,2 | - 1,9 | -11,6 | - 1,0 | - 3,6 | 0,2 | 1,8 | - 1,7 |
| Pays-Bas . . . | 1982 | - 1,2 | - 1,4 | 0,0 | - 1,8 | 0,1 | 2,5 | - 0,6 | - 0,6 | - 1,9 |
| | 1983 | - 2,5 | - 0,9 | 0,4 | - 1,6 | - 0,1 | - 0,7 | 0,4 | - 1,1 | 0,0 |
| Royaume-Uni | 1982 | - 6,3 | - 2,4 | -10,2 | - 2,5 | 0,0 | 7,9 | 0,9 | - 6,3 | 2,9 |
| | 1983 | - 4,3 | 1,1 | - 7,0 | - 2,6 | - 1,4 | 5,8 | - 0,1 | - 1,2 | 2,4 |
| Suède | 1982 | 3,2 | - 0,8 | 0,2 | 1,2 | 2,5 | 0,4 | - 0,3 | 0,4 | - 0,0 |
| | 1983 | 1,0 | - 1,0 | 0,7 | - 0,1 | 2,4 | 0,4 | - 1,4 | 0,8 | - 0,7 |
| Suisse | 1982 | -17,0 | . | -12,3 | . | . | - 4,7 ³ | . | 14,8 | - 1,3 |
| | 1983 | -18,0 | . | -13,7 | . | . | - 4,3 ³ | . | 15,2 | - 0,1 |
| UEBL | 1982 | 1,8 | 1,5 | - 1,3 | - 2,0 | 5,6 | - 0,4 | - 1,6 | - 0,1 | 0,8 |
| | 1983 | - 0,3 | 0,5 | - 0,9 | - 2,8 | 2,2 | 1,5 | - 0,8 | 0,4 | 0,4 |

Remarque: les chiffres des divers postes ayant été arrondis, leur somme peut ne pas être égale aux montants totaux.

¹ Comprennent les titres du secteur privé et du secteur public. ² A l'exclusion des corrections des variations de change; un signe (-) indique une amélioration. ³ Y compris les flux bancaires à long terme.

En ce qui concerne l'évolution par pays, l'excédent des paiements courants du Japon a été pratiquement contrebalancé par des sorties nettes résultant de mouvements de capitaux identifiés. La position monétaire officielle nette, corrigée des variations de change, s'est améliorée de \$1,7 milliard. Ce sont les

exportations de capitaux à long terme du secteur privé, d'un montant de \$16,7 milliards, soit \$2,1 milliards de plus qu'en 1982, qui ont représenté l'essentiel des sorties de capitaux. On a assisté à un retournement d'une ampleur de \$4 milliards de la balance des opérations sur valeurs mobilières, qui s'est soldée par des sorties nettes de \$1,9 milliard en 1983, compte tenu d'un gonflement substantiel de \$6,3 milliards des achats de titres étrangers par des résidents. Le solde des autres transactions à long terme a peu varié; le total des crédits nets consentis par les institutions financières japonaises à des non-résidents, qui avait subi une forte progression en 1982 sous l'effet de l'atténuation progressive des contrôles des changes et du marché financier, est en effet resté au niveau très élevé de plus de \$8 milliards. Quant aux sorties nettes de capitaux à court terme (\$3,4 milliards), elles ont été imputables, et au-delà, aux banques, dont la position extérieure à court terme n'avait pas varié en 1982.

La poursuite de ces sorties nettes massives de capitaux pour la seconde année consécutive doit être principalement attribuée à la persistance d'importants écarts entre les rendements des actifs libellés en yens et en dollars EU; ces écarts ont atteint, en moyenne sur 1983, trois points pour les plus courtes échéances et près de quatre points pour les rendements des titres d'Etat. Outre le fait qu'ils se sont traduits par une forte progression des crédits en yens consentis par les institutions financières japonaises, l'effet de l'élargissement de ces écarts s'est fait sentir, en cours d'année, de façon particulièrement nette dans les opérations de portefeuille des résidents. Parallèlement à l'élargissement de 3,3 à 4,6 points d'un semestre à l'autre de 1983 de l'écart moyen des taux de rendement entre les obligations libellées en yens et en dollars, les résidents japonais ont porté leurs achats de titres étrangers de \$6,5 milliards à près de \$10 milliards entre ces deux périodes.

En *France*, la réduction sensible du déficit des paiements courants, conjuguée à l'accroissement de \$2,4 milliards du total des entrées identifiées de capitaux, s'est traduite par une amélioration de \$5,9 milliards de la position monétaire officielle nette, qui s'est reflétée pour moitié dans un renforcement des avoirs officiels de réserve. Cette augmentation des entrées nettes de capitaux peut être principalement attribuée à un recours plus intense aux emprunts à l'étranger du secteur public et à un recul marqué des sorties nettes au titre d'investissements directs. Les entrées nettes de capitaux à court terme résultant de transactions privées sont restées, avec \$4,3 milliards, pratiquement à leur niveau de 1982, les apports nets par le canal du système bancaire s'élevant, à eux seuls, à \$5,6 milliards.

En *Italie*, l'évolution des mouvements de capitaux a été assez semblable à celle de la France. Après une détérioration de \$4,3 milliards en 1982, la position monétaire officielle nette s'est renforcée, à concurrence de \$5,8 milliards, l'amélioration des paiements courants s'accompagnant d'une progression beaucoup plus sensible des entrées nettes de capitaux. Etant donné le recul des entrées nettes de capitaux à long terme, l'augmentation du total des importations de capitaux a été imputable, et au-delà, aux flux bancaires nets et aux mouvements nets de capitaux à court terme du secteur non bancaire, qui sont tous deux devenus fortement positifs. Deux facteurs principaux semblent avoir

été à l'origine de ces entrées de capitaux à court terme: d'une part, la persistance du niveau élevé des taux d'intérêt réels sur le marché intérieur, notamment après le réaligement intervenu en mars 1983 au sein du SME, et, d'autre part, l'introduction de nouvelles réglementations à la fin de 1982 imposant aux exportateurs de financer leurs crédits commerciaux en devises à hauteur de 70% auprès des banques.

En *Belgique*, l'amélioration des paiements courants s'est accompagnée d'un ralentissement des sorties de capitaux acheminés par le secteur privé, ce qui a permis au gouvernement de réduire sensiblement ses emprunts à l'étranger. Les exportations nettes de capitaux privés ont, dans l'ensemble, subi un recul de \$1,3 milliard; en effet, si les sorties nettes de capitaux à long terme ont légèrement augmenté, les mouvements de capitaux à court terme, principalement dans le secteur bancaire, sont passés de \$2 milliards de sorties nettes en 1982 à \$0,7 milliard d'entrées nettes en 1983. Les emprunts extérieurs nets du gouvernement, pour l'essentiel sous la forme de prêts en devises consentis par des banques belges, sont revenus à \$2,2 milliards, soit le niveau le plus bas depuis 1979. Compte tenu d'une faible entrée nette au poste «erreurs et omissions», la position monétaire officielle nette est restée pratiquement inchangée.

En *Suède*, le total des entrées nettes identifiées de capitaux s'est inscrit en recul sensible, de \$3,2 milliards en 1982 à \$1 milliard en 1983. La forte réduction du déficit des paiements courants ne s'est donc accompagnée que d'une modeste amélioration de \$0,7 milliard de la position monétaire officielle nette. C'est l'importance inhabituelle des sorties nettes de capitaux du secteur privé, liées surtout à l'octroi de crédits commerciaux parallèlement à l'expansion des exportations suédoises, qui constitue la principale explication de la réduction des entrées nettes de capitaux.

Au *Royaume-Uni*, les exportations nettes identifiées de capitaux ont enregistré une contraction de \$2 milliards en 1983, bien inférieure au recul de l'excédent des paiements courants. Etant donné cependant la contraction très sensible du solde négatif du poste «erreurs et omissions», revenu de \$6,3 milliards en 1982 à \$1,2 milliard en 1983, ce qui témoigne d'un ralentissement substantiel des sorties non identifiées de capitaux, la détérioration de la position monétaire officielle nette, qui s'est chiffrée à \$2,4 milliards, n'a pas beaucoup varié par rapport à 1982.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux privés à long terme, le total des sorties nettes, bien que toujours substantiel (\$8,5 milliards), a enregistré une régression de \$6,6 milliards par rapport à 1982. La balance des investissements directs a connu un retournement de \$3,5 milliards, pour se solder par des entrées nettes de \$1,1 milliard, principalement sous l'effet de l'accroissement des investissements directs de non-résidents au Royaume-Uni. Les non-résidents ont également accru leurs investissements de portefeuille au Royaume-Uni l'an dernier; cette progression, parallèlement au ralentissement des achats de valeurs étrangères par les investisseurs institutionnels britanniques, s'est traduite par une baisse de \$3,2 milliards des sorties nettes au titre des investissements de portefeuille.

Le recul des sorties de capitaux privés à long terme a été compensé, pour près de moitié, par une diminution de \$3,1 milliards des entrées de capitaux privés à court terme. On notera, en particulier, que les entrées nettes par l'intermédiaire du système bancaire se sont réduites de \$2,1 milliards par rapport à 1982. En outre, la balance des transactions officielles en capital, qui avait été équilibrée en 1982, s'est soldée, l'an dernier, par des sorties nettes de \$1,4 milliard.

Au *Canada*, le total des entrées identifiées de capitaux est passé de \$0,3 milliard en 1982 à \$4,5 milliards en 1983. Les sorties imputables au secteur public ont pratiquement été résorbées, en raison principalement du remboursement de crédits à l'exportation à long terme financés par le gouvernement. Ce qui est plus important toutefois, c'est le retournement de \$8,4 milliards de la balance des mouvements de capitaux à court terme du secteur privé, qui s'est ainsi soldée par des entrées nettes. Ce revirement résulte d'une reprise des emprunts nets en devises des banques et d'un retrait de dépôts à l'étranger par le secteur non bancaire. Pour ce qui concerne cependant les autres grandes catégories de transactions en capital, on a observé des entrées nettes de fonds beaucoup plus réduites qu'en 1982. Le recul le plus sensible concerne les entrées nettes au titre des opérations de portefeuille qui, par suite essentiellement de la réduction des ventes nettes de titres à long terme du secteur public à des non-résidents, ont pratiquement diminué de moitié, pour revenir à \$5 milliards.

En *Allemagne*, en 1983, les sorties nettes identifiées de capitaux, qui ont atteint \$6,2 milliards, ont fortement progressé par rapport à 1982 et ont plus que contrebalancé l'excédent des paiements courants. Malgré le solde légèrement positif du poste «erreurs et omissions», la position monétaire officielle nette, qui s'était un peu améliorée en 1982, a donc subi une contraction de \$1,6 milliard l'an dernier.

Deux facteurs sont à l'origine de l'accroissement des sorties identifiées de capitaux en 1983: en premier lieu, les exportations nettes officielles de capitaux, qui ont été portées de \$1,5 milliard à \$3,4 milliards, sous l'effet principalement de remboursements de crédits à court terme libellés en euro-deutsche marks; en second lieu, le solde des mouvements de capitaux privés à court terme a connu un retournement entre 1982 et 1983, passant de \$4,4 milliards d'entrées nettes à \$2,1 milliards de sorties nettes. Ce phénomène reflète, pour une part, une expansion de \$2,5 milliards des crédits commerciaux à court terme. De surcroît, à la suite du réalignement au sein du SME en mars, les sorties de capitaux à court terme ont commencé à s'accroître fortement, sous l'effet des écarts de taux d'intérêt favorables à d'autres monnaies du SME.

Ces évolutions ont été partiellement compensées par une contraction de \$4 milliards l'an dernier des sorties nettes de capitaux privés à long terme, en raison d'un afflux de fonds sans précédent sur le marché financier allemand. Malgré des écarts de rendements de 3,5 points en moyenne en faveur des investissements à long terme libellés en dollars, les non-résidents ont doublé leurs achats de titres allemands, pour les porter à \$10 milliards. En revanche, les sorties nettes au titre d'autres transactions à long terme du secteur privé se sont

accrues de \$2,2 milliards, pour atteindre \$4,9 milliards, du fait surtout que les entreprises allemandes se sont abstenues de souscrire de nouveaux emprunts à l'étranger et que les banques allemandes ont accru leurs crédits nets aux non-résidents.

Aux *Pays-Bas*, le doublement des sorties nettes identifiées de capitaux, qui ont atteint \$2,5 milliards, provient de mouvements en sens opposés des flux de capitaux à court et à long terme. Les exportations nettes de capitaux à long terme du secteur privé ont diminué de \$1,1 milliard, principalement sous l'effet de la contraction des sorties résultant des investissements directs et de l'apparition d'une légère entrée nette pour les opérations de portefeuille-titres. En revanche, les entrées nettes de capitaux à court terme, qui avaient atteint \$1,9 milliard en 1982, ont fait place à des exportations nettes de \$0,3 milliard en 1983. Ce retournement a été entièrement imputable à un revirement de \$3,2 milliards des flux bancaires. Etant donné que la progression des sorties identifiées de capitaux s'est accompagnée d'une augmentation à \$1,1 milliard du solde négatif du poste «erreurs et omissions», la position monétaire officielle nette est restée inchangée, alors qu'elle s'était améliorée de \$1,9 milliard en 1982.

En *Suisse*, les sorties nettes identifiées de capitaux se sont accrues de \$1 milliard en 1983, par suite de l'accroissement des achats d'obligations étrangères par des résidents. En raison de la contraction de l'excédent des paiements courants, l'amélioration de la position monétaire officielle nette (à l'exclusion des dollars ayant fait l'objet d'opérations de swap en fin d'année entre les banques commerciales et la Banque Nationale Suisse) n'est ressortie qu'à \$0,1 milliard, contre \$1,3 milliard en 1982.

Evolution des balances des paiements dans les autres groupes de pays

Les *pays développés extérieurs au Groupe des Dix* sont parvenus à réduire de près de moitié le déficit de leur balance globale des paiements courants en 1983, pour le ramener à \$16 milliards, ce qui constitue le premier ajustement important intervenu depuis le second choc pétrolier. Cette amélioration a porté en totalité sur la balance commerciale et, pour le groupe dans son ensemble, elle a été principalement imputable à une expansion moyenne de 4% du volume des exportations, à une nouvelle réduction de 2% du niveau des importations en volume et à une amélioration de 2% environ des termes de l'échange. Etant donné toutefois l'hétérogénéité de ce groupe, les variations des échanges, en volume et en prix, ont été très différentes selon les pays.

En valeur absolue, les progrès les plus marqués, qui ont été à l'origine de la moitié du recul du déficit global, ont été le fait de l'Australie et de l'Afrique du Sud, deux pays qui avaient connu des déficits d'une ampleur sans précédent durant les deux années antérieures. En Australie, où le déficit des paiements courants a été réduit de \$3,2 milliards, pour revenir à \$5,4 milliards, les exportations en volume se sont contractées de plus de 13% en 1983. En Afrique du Sud, une baisse de 15% de la valeur des importations et une progression de \$1 milliard des recettes tirées des ventes d'or ont provoqué un gonflement de

\$3,2 milliards de l'excédent commercial, ainsi porté à \$3,9 milliards, et l'apparition d'un excédent des paiements courants. Compte tenu de la dimension de leur économie, les améliorations les plus sensibles, de l'ordre de 7% du PIB, ont été enregistrées en Irlande et au Portugal, où le volume des exportations a augmenté de 12,5% et de 20% respectivement. En Espagne, les résultats favorables des exportations – leur croissance en termes réels a atteint 6,5% –, parallèlement à une stagnation du volume des importations, ont largement compensé la dégradation de 2,5% des termes de l'échange et contribué à réduire de \$1,7 milliard le déficit des paiements courants, ainsi ramené à \$2,5 milliards. En Norvège, seul pays du groupe à avoir enregistré un excédent substantiel, la progression de \$1,5 milliard a surtout traduit une expansion du volume des exportations de pétrole de plus de 25%.

Le total des entrées de capitaux dans les pays développés plus petits a diminué de \$11 milliards en 1983, pour s'établir à \$19 milliards. Cette réduction a été inférieure à l'amélioration de la balance des paiements courants, de sorte que les réserves officielles, qui étaient restées stables en 1982, se sont accrues de \$3 milliards l'an dernier. Pour l'essentiel, la réduction du total des entrées de capitaux est imputable à la diminution des emprunts nets auprès du secteur bancaire international, qui sont revenus de \$17 milliards en 1982 à \$8 milliards en 1983.

La poursuite de politiques de limitation des importations, l'amélioration des marchés d'exportation dans les pays occidentaux et la réduction des versements d'intérêts, provoquée par la baisse des taux d'intérêt et le recul de l'endettement, ont contribué à la progression de \$3 milliards de l'excédent des paiements courants des *économies à planification centralisée* en 1983. Cette amélioration est attribuable à peu près à parts égales à l'URSS et aux pays plus petits du CAEM en Europe, alors que l'excédent de la Chine semble avoir subi un léger tassement, pour revenir à \$6 milliards environ. La situation des paiements courants de presque tous les petits pays d'Europe de l'Est s'est renforcée; les progrès les plus sensibles ont été enregistrés en Roumanie, où l'excédent s'est accru, selon des estimations, de \$1,1 milliard, pour atteindre \$1,6 milliard, et en Hongrie, où le déficit a pratiquement été réduit de moitié et est ressorti à \$0,6 milliard. Ces données se réfèrent cependant uniquement au solde des transactions extérieures avec les économies de marché et ne prennent pas en compte les règlements en devises convertibles intervenus au sein du CAEM, qui se traduisent par d'importantes recettes nettes en Hongrie. Comme en 1982, on a assisté à une diminution de l'endettement net des pays d'Europe de l'Est vis-à-vis des banques déclarantes de la BRI; c'est ainsi qu'une réduction de \$1,2 milliard du montant brut des emprunts et une progression de \$2,9 milliards des dépôts ont permis de réduire de \$4,1 milliards cet endettement net. En outre, la position créditrice nette de la Chine vis-à-vis des banques s'est de nouveau renforcée en 1983, à hauteur de \$1,3 milliard, après l'augmentation de \$2,9 milliards enregistrée en 1982.

Le déficit global de la balance des paiements courants des *pays de l'OPEP*, qui était apparu en 1982, ne s'est que légèrement accru l'an dernier, pour

atteindre \$19 milliards, en raison surtout de l'action conjuguée d'une plus grande modération des importations et, dans la dernière partie de l'année, de l'accroissement de la demande de pétrole produit par l'OPEP. En effet, au fil des mois, les paiements courants se sont rapprochés de leur point d'équilibre. Pour l'ensemble de l'année, l'excédent commercial a diminué de \$19 milliards; la majeure partie de ce recul a cependant été compensée par une baisse de \$15 milliards du déficit des transactions invisibles, largement imputable à la réduction des règlements au titre des services. Les échanges commerciaux ont été principalement marqués par la régression de \$38 milliards des recettes d'exportation, due à l'action combinée d'une baisse de 11% des valeurs unitaires à l'exportation et d'une contraction de 6% en volume. Les exportations de pétrole sont revenues l'an dernier à 15,9 millions de barils/jour, soit près de 50% en deçà du niveau atteint en 1979, et, depuis lors, la part des pays de l'OPEP dans la production totale de pétrole, en dehors de la zone des économies à planification centralisée, s'est trouvée ramenée de 61% à 44%. De plus en plus confrontés à des contraintes extérieures, les pays de l'OPEP dans leur ensemble ont commencé l'an dernier, pour la première fois depuis 1979, à réduire le volume de leurs importations — de 9%. Des mesures d'ajustement particulièrement vigoureuses ont été prises dans les pays à forte capacité d'absorption, ce qui leur a permis de réduire leur déficit combiné des paiements courants de \$10 milliards et de le ramener ainsi à \$16 milliards. En revanche, les paiements courants des autres pays de l'OPEP ont continué de se détériorer et se sont soldés pour la première fois par un déficit (—\$3 milliards).

Pays de l'OPEP: financement des déficits des paiements courants, 1982-83

| Postes | 1982 | 1983 | | |
|---|------|-------|----------------------------|---------------|
| | | année | 1er semestre | 2ème semestre |
| | | | en milliards de dollars EU | |
| Balance des paiements courants | -15 | -19 | -18 | - 1 |
| Flux de capitaux identifiés ¹ (= sorties de capitaux) | 9 | 29 | 20 | 9 |
| Prêts à long terme ² | - 6 | - 5 | - 4 | - 1 |
| Investissements ³ | -12 | 9 | 8 | 1 |
| Variation de la position nette à l'égard des banques déclarantes de la BRI | 27 | 25 | 16 | 9 |
| (Créances sur les banques, — = augmentation) . . . | (17) | (14) | (16) | (- 2) |
| (Engagements à l'égard des banques, + = augmentation) | (10) | (11) | (0) | (11) |
| Flux de capitaux non identifiés ⁴ | 6 | -10 | - 2 | - 8 |
| Pour mémoire: | | | | |
| Variation des réserves officielles de change | -11 | - 8 | -11 | 3 |

¹ Y compris les variations des réserves officielles détenues auprès des banques ou sous forme de titres d'Etat à court terme. ² Prêts aux pays en développement et aux institutions internationales. ³ Essentiellement investissements de portefeuille et variation nette des portefeuilles de titres d'Etat à court terme. ⁴ Y compris les variations des crédits commerciaux pétroliers et les «erreurs et omissions».

Comme le montre le tableau ci-dessus, le financement du déficit des paiements courants en 1983 a surtout reposé sur deux catégories de mouvements de capitaux. D'une part, on a assisté à un retrait de \$9 milliards de fonds placés

antérieurement sur les marchés de capitaux des pays industriels. La plupart de ces fonds proviennent de cessions nettes de titres du Trésor des États-Unis, pour un montant de \$6,8 milliards, alors que, les années précédentes, on avait enregistré d'importants achats nets. Des sommes considérables ont été obtenues, en outre, pour la deuxième année consécutive, auprès du secteur bancaire international. Au cours du premier semestre de 1983, il s'agissait surtout de retraits effectués sur des dépôts, mais, au second semestre, les pays de l'OPEP ont commencé à accroître fortement leurs emprunts auprès des banques.

L'écart assez important entre les flux de capitaux identifiés et le déficit enregistré des paiements courants s'explique, indépendamment des transactions de capitaux non identifiées, par les flux de capitaux liés à des variations du volume des crédits commerciaux pétroliers. Comme l'enregistrement des exportations précède de plusieurs mois les opérations correspondantes de règlements, la forte baisse des exportations de 1982 et la réduction concomitante de l'encours des crédits commerciaux se sont traduites par des entrées de capitaux dans les pays de l'OPEP. A l'inverse, lorsque les exportations de pétrole ont commencé à augmenter vers le milieu de l'année dernière, les sorties liées à des opérations de règlements, qui résultaient d'un accroissement des crédits commerciaux, se sont traduites par un solde résiduel négatif. Toutefois, le retournement substantiel du solde résiduel, et plus particulièrement l'apparition d'un solde résiduel négatif au premier semestre de 1983, alors que les exportations de pétrole continuaient de diminuer, donne à penser que les sorties de capitaux non identifiées des pays de l'OPEP ont pu s'accroître l'an dernier.

Pour la deuxième année consécutive, les *pays en développement non membres de l'OPEP* ont amélioré la situation globale de leur balance des paiements courants. Après avoir enregistré une contraction de \$18 milliards en 1982, le déficit s'est de nouveau réduit (-\$21 milliards) l'an dernier, pour s'établir à \$43 milliards, ce qui, en termes de PIB, ne représente guère plus qu'avant le second choc pétrolier.

Si la réduction de \$19 milliards du déficit commercial en 1982 était uniquement imputable à des limitations draconiennes des importations, l'amélioration de même ampleur pratiquement, intervenue en 1983, provient de trois sources différentes. Premièrement, pour l'ensemble de l'année, le volume des exportations a connu une expansion de 5%, contre 2% seulement en 1982, cette progression s'accroissant au fil des mois. Deuxièmement, sous l'effet en partie du renchérissement des prix des produits de base, la baisse des prix à l'exportation s'est ralentie, revenant de 7% en 1982 à 2% en 1983. Ce phénomène a permis une légère amélioration des termes de l'échange, et ce, pour la première fois depuis 1977. Troisièmement, le volume des importations de l'ensemble du groupe, qui avait diminué de 7% en 1982, s'est de nouveau contracté, mais de 1,5% seulement, les politiques de limitation des importations ayant été appliquées de façon plus sélective. Cet ajustement de la balance commerciale a été renforcé par une amélioration de \$2 milliards de la balance des transactions invisibles, par suite d'une baisse du taux d'intérêt moyen, de 10% en 1982 à 8,7% en 1983, sur la dette extérieure.

Balances des paiements courants des pays en développement hors OPEP d'Amérique latine et d'Asie, 1981-83

| Zones | 1981 | 1982 | 1983 |
|---|-----------------------------|-------------|------------|
| | en milliards de dollars EU* | | |
| Amérique latine | | | |
| Balance commerciale | - 11 | 3 | 18 |
| Exportations | 78 (11) | 72 (2) | 73 (2½) |
| Importations | - 89 (2) | - 69 (-20%) | - 55 (-19) |
| Transactions invisibles (chiffres nets) | - 33 | - 37 | - 35 |
| dont: versements d'intérêts | - 29 | - 35 | - 33 |
| Balance des paiements courants | - 44 | - 34 | - 17 |
| Asie | | | |
| Balance commerciale | - 31 | - 27 | - 24 |
| Exportations | 125 (7½) | 123 (2½) | 132 (10) |
| Importations | -156 (2) | -150 (-2) | -156 (9) |
| Transactions invisibles (chiffres nets) | 8 | 8 | 9 |
| dont: versements d'intérêts | - 10 | - 12 | - 11 |
| Balance des paiements courants | - 23 | - 19 | - 15 |

* Les chiffres entre parenthèses indiquent les variations annuelles en volume (en %).

Comme le montre le tableau ci-dessus, l'ajustement intervenu dans la balance globale des paiements courants de ce groupe de pays masque des évolutions divergentes selon les zones et les pays. Pour les quatre cinquièmes environ, l'amélioration totale enregistrée en 1983 a été accomplie par les pays d'Amérique latine, qui ont réduit de moitié leur déficit combiné, pour le contenir à \$17 milliards. Ce progrès a été entièrement imputable aux deux pays les plus endettés: le Brésil a abaissé son déficit de \$8,6 milliards, pour le ramener à \$6,2 milliards, et, au Mexique, un déficit de \$4,9 milliards a fait place à un excédent de \$5,5 milliards. Le poids de cet ajustement en Amérique latine a, une fois encore, été supporté par une très forte réduction de 19% des importations, qui n'est que très légèrement inférieure à celle de 1982. Parallèlement, le volume des exportations n'a connu qu'une progression modérée de 2,5%. En revanche, les pays d'Asie ont accru de 10% leurs exportations en volume. Ce gonflement a non seulement contribué, de façon significative, à l'amélioration de \$4 milliards de leur balance combinée des paiements courants, mais, plus encore, il leur a permis d'augmenter de 9% le volume de leurs importations conformément à la tendance à long terme. Ce changement de politique de la part des pays d'Asie a pu se faire, grâce en partie à leurs résultats extrêmement favorables sur le front des exportations, mais aussi parce qu'ils n'ont dû consacrer que 7% du total de leurs recettes d'exportation au règlement d'intérêts de la dette extérieure. En Amérique latine, où cette proportion atteint un tiers, la marge de manœuvre est restée très limitée, malgré l'importante amélioration des paiements courants.

L'amélioration de la situation globale des paiements courants a largement facilité le financement du déficit. Comme le montre le tableau de la page 116, les principales modifications observées dans la structure des flux de financement en 1982 se sont poursuivies l'an dernier. Mis à part l'augmentation sensible des capitaux fournis par le FMI, tous les grands flux financiers se sont réduits, et ce, pour la seconde année consécutive. Les entrées nettes au titre des investissements

Pays en développement non membres de l'OPEP:
financement des déficits des paiements courants (estimations), 1981-83

| Postes | 1981 | 1982 | 1983 |
|---|----------------------------|------|------|
| | en milliards de dollars EU | | |
| Déficit des paiements courants | -82 | -64 | -43 |
| Financement | | | |
| Investissements directs (nets) | 10 | 7 | 5 |
| Variation de l'endettement extérieur (hors FMI) | 75 | 68 | 30 |
| dont: à long terme | 59 | 49 | 48 |
| à court terme | 16 | 19 | -18 |
| (prêts bancaires)* | (42) | (26) | (10) |
| Tirages nets sur le FMI | 5 | 5 | 11 |
| Total | 90 | 80 | 46 |
| Variation des avoirs extérieurs | 8 | 16 | 3 |
| dont: réserves en devises | - 1 | - 8 | 5 |
| autres avoirs | 9 | 24 | - 2 |

* Accroissement des créances des banques déclarantes de la BRI.

directs, qui se sont élevées à \$5 milliards, ont baissé de moitié en l'espace de deux ans, en partie sous l'effet de la récession, mais peut-être plus encore en raison de la crise de l'endettement. Malgré une diminution des besoins de financement en proportion de l'amélioration des paiements courants, les nouveaux emprunts nets de capitaux à long terme sont pratiquement restés à leur niveau de l'année précédente. Toutefois, comme l'indique la diminution sensible de l'endettement à court terme, ce phénomène doit être attribué, dans une large mesure, aux opérations de rééchelonnement qui ont transformé une partie de l'encours à court terme en dettes à long terme, ce qui a allongé l'échéance moyenne de l'endettement extérieur des pays en développement non membres de l'OPEP. Pour la seconde année consécutive, on a enregistré une forte réduction des moyens de financement accordés par le secteur bancaire international. Toutefois, les crédits à taux privilégié et les autres flux d'origine officielle se sont également, selon les estimations, inscrits en recul de \$2 milliards, pour revenir à \$14 milliards en 1983. Il n'a pas été nécessaire de recourir de nouveau au financement par les réserves officielles de change qui, après avoir assez fortement diminué durant les deux précédentes années, se sont accrues de \$5 milliards en 1983.

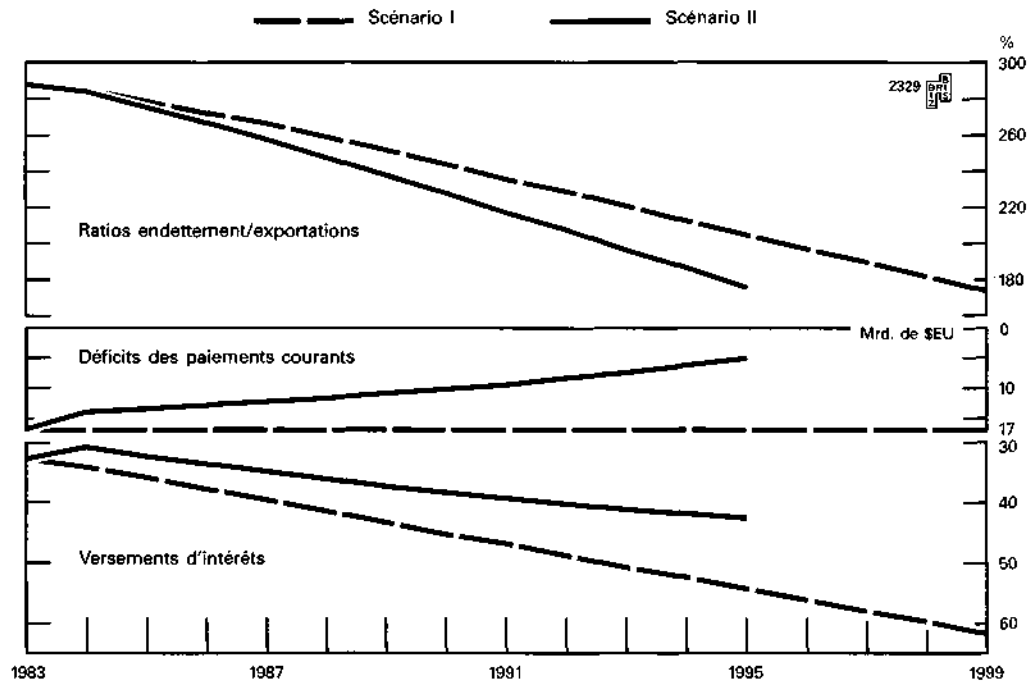
Le processus d'ajustement à plus long terme. La nette divergence constatée l'an dernier entre l'Asie et l'Amérique latine en matière d'ajustement est avant tout attribuable à l'influence exercée par les politiques antérieures sur le niveau de l'endettement et les capacités de dégager des revenus à l'exportation. Si le ratio «endettement extérieur/recettes d'exportations de biens et services» a relativement peu varié en Asie – où il s'est établi à 90% environ en 1983, soit à un niveau identique à celui de 1973-74 et guère supérieur au niveau atteint en 1979 –, il est passé en Amérique latine de 175% environ en 1973-74 à près de 200% en 1979, puis à plus de 285% en 1983. L'explication fondamentale de cette différence frappante tient au fait que les pays d'Asie ont généralement

mieux réussi à développer leurs exportations que les pays d'Amérique latine, qui, pour la plupart, ont adopté une stratégie de substitution des importations. Cela ressort clairement de la divergence d'évolution tendancielle des exportations et des importations entre les deux régions. De 1967 jusqu'à la récession de 1981, le volume des exportations de marchandises a progressé en Asie à un rythme annuel moyen de 10,5%, soit plus de deux fois celui de l'Amérique latine (5%). Or, cette différence n'a pas été compensée par une croissance moins rapide du volume des importations en Amérique latine — 6,5% par an, contre 8% en Asie —, ni par une évolution plus favorable des termes de l'échange; elle constitue le facteur essentiel des résultats beaucoup plus médiocres de la balance commerciale, de la crise de l'endettement qui s'est ensuivie et de l'accroissement du ratio «endettement/exportations» des pays latino-américains. En outre, la position extérieure de l'Amérique latine semble avoir été sérieusement aggravée par des sorties de capitaux du secteur privé. De 1978 à 1983, les nouveaux emprunts extérieurs ont été supérieurs aux besoins de financement de ces pays — c'est-à-dire le déficit des paiements courants corrigé des variations des réserves officielles et des entrées nettes de capitaux non génératrices d'endettement — et ce, de \$50 milliards environ; pour les pays d'Asie, en revanche, on ne perçoit aucun indice de fuite appréciable de capitaux.

Il est clair qu'une consolidation de la situation de l'endettement en Amérique latine ne peut résulter d'une réduction des importations à des niveaux qui ne pourraient se maintenir durablement. Cette consolidation exige plutôt un accroissement des revenus d'exportation qui, conjugué à des déficits des paiements courants supportables, permettra à terme d'accroître légèrement le niveau des importations.

Le graphique de la page 118 illustre deux scénarios d'ajustement envisageables, qui ramèneraient le ratio global «endettement/exportations» des pays d'Amérique latine à 175%, c'est-à-dire à son niveau de 1973-74. Le Scénario I repose sur les hypothèses suivantes à partir de 1984: croissance de la valeur des exportations de biens et services de ces pays à un taux annuel constant de 7,5%, stabilité des encaissements nets au titre des transferts et des envois de fonds des particuliers à leur niveau de \$2 milliards de 1983, maintien du taux d'intérêt moyen de la dette extérieure au niveau de 10,9% de 1983 et stabilisation du déficit de la balance des paiements courants au montant de \$17 milliards enregistré en 1983. Dans ces conditions, la valeur des importations de biens et services s'accroîtrait, dans un premier temps, à un rythme annuel de 6% et se rapprocherait progressivement d'un taux de croissance de 7,5%. Les versements d'intérêts au titre de la dette extérieure, qui dépassaient de \$15 milliards le déficit des paiements courants en 1983, augmenteraient au même rythme que l'encours de la dette extérieure, autrement dit, que le déficit des paiements courants, ce qui impliquerait une progression continue de l'excédent des transactions courantes autres que les versements d'intérêts. Toutefois, le ratio «endettement/exportations» ne reviendrait à 175% qu'au bout de quinze années. Des hypothèses plus favorables sur la croissance des exportations et le niveau des taux d'intérêt pourraient sensiblement raccourcir ce processus d'ajustement ou bien augmenter l'offre de ressources externes à ces économies. Par exemple, une

Scénarios d'ajustement à long terme pour les pays en développement d'Amérique latine non membres de l'OPEP



baisse d'un point du taux d'intérêt permettrait, soit un accroissement de \$ 3 milliards du niveau total des importations, soit – conformément au Scénario II – une réduction des déficits des paiements courants. Comme le montre le graphique, un ratio «endettement/exportations» de 175% pourrait alors être obtenu environ quatre ans plus tôt.

Les deux scénarios représentés dans ce graphique ne sont fournis qu'à titre d'illustration. On ne doit pas en conclure notamment que ces pays ne pourraient pas revenir à des situations viables en matière de balance des paiements sans un retour de leur ratio «endettement/exportations» à peu près à son niveau de 1973-74. Néanmoins, ces scénarios amènent à formuler certaines conclusions de portée générale. Premièrement, il faudrait, en tout état de cause, plusieurs années pour parvenir à un recul notable du ratio «endettement/exportations» par rapport à son niveau actuel. Deuxièmement, le maintien du déficit global des paiements courants de ces pays à son niveau de 1983, tout en permettant une augmentation raisonnable des importations, exigerait une croissance beaucoup plus rapide de leurs recettes d'exportation qu'au cours de ces deux dernières années. Troisièmement, le processus d'ajustement est compatible avec une progression de l'endettement extérieur, qui devrait cependant être beaucoup plus lente que durant ces dernières années. Quatrièmement, les pays débiteurs devront financer une part croissante du service de leur dette au moyen de leurs recettes d'exportation courantes plus que par de nouveaux emprunts. Enfin, étant donné que l'activité économique connaîtra probablement des fluctuations

conjoncturelles dans les pays industriels, et compte tenu des répercussions de telles fluctuations sur les résultats des pays débiteurs en matière d'exportations, il convient tout particulièrement d'exploiter toute marge de manœuvre offerte par la croissance des exportations durant la phase actuelle de reprise, afin de réduire le déficit global des paiements courants et, par là même, la future croissance de l'endettement extérieur.

VI. MARCHÉS INTERNATIONAUX DU CRÉDIT ET DES CAPITAUX

Faits saillants

En 1983, l'évolution des marchés financiers internationaux a été extrêmement différenciée: sur les marchés des obligations internationales, l'activité est restée soutenue, malgré de vives incertitudes au sujet des taux d'intérêt; sur le marché bancaire international, cependant, on a constaté une nouvelle réduction à la fois de l'activité interbancaire et des prêts finals.

Le ralentissement de l'expansion de l'activité bancaire internationale, qui s'était déjà amorcé au second semestre de 1982, s'explique essentiellement par deux facteurs: tout d'abord, la situation de l'endettement international, qui a fait que les banques sont demeurées réticentes à accroître de manière autonome leur engagement à l'égard d'un certain nombre de pays lourdement endettés, notamment en Amérique latine; ensuite, le ralentissement, en partie d'origine conjoncturelle et en partie dicté par la prudence, de la demande de crédit bancaire des entreprises et des pays jouissant d'une bonne cote de crédit. En revanche, du côté «ressources» du marché bancaire international, il n'y a pas eu pénurie de nouveaux fonds, et les pays de l'OPEP ont interrompu, vers le milieu de l'année, leurs retraits massifs de dépôts. Par suite de ces diverses influences, le secteur bancaire international est demeuré très liquide. De ce fait, les emprunteurs de premier rang ont été fort recherchés par les banques et ont continué à bénéficier de conditions de crédit très intéressantes.

L'an dernier, ce sont les problèmes d'endettement international qui sont restés au cœur des préoccupations, à la fois dans les milieux privés et officiels. Grâce à l'action coordonnée d'institutions monétaires officielles, des banques et des pays débiteurs, les problèmes ont pu être maîtrisés et, parallèlement, on est parvenu à réduire quelque peu la vulnérabilité du système. Les pays les plus lourdement endettés ont réussi à comprimer assez fortement leur déficit des paiements courants; l'accroissement des bénéfices a permis, dans la plupart des cas, de renforcer les structures financières des banques internationales; enfin, l'entrée en vigueur du relèvement des quotes-parts au FMI, l'élargissement des Accords généraux d'emprunt et la conclusion de certains autres accords officiels de crédit ont fourni au Fonds monétaire international les ressources lui permettant de continuer à jouer un rôle actif dans la gestion de la situation financière internationale.

Malgré cette évolution positive, la situation n'en est pas moins demeurée sérieuse. En raison du maintien des taux d'intérêt en dollars à un niveau élevé et de la progression lente des exportations, les paiements d'intérêts sur leurs dettes extérieures ont continué d'absorber un bon tiers des recettes d'exportations de biens et services des pays d'Amérique latine. Ce n'est qu'au prix d'une nouvelle compression sensible de leurs importations que ces pays ont pu ramener leurs besoins de financement extérieur à des proportions supportables.

**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 1983 |
|--|--|-------|-------|-------|-------|-------------------------|
| | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | |
| | en milliards de dollars EU | | | | | |
| Montant total des prêts internationaux des banques déclarantes ² | 205,9 | 241,1 | 264,8 | 175,6 | 108,4 | 1.753,9 |
| moins: duplications d'écritures résultant des dépôts successifs entre banques déclarantes | 80,9 | 81,1 | 99,8 | 80,6 | 23,4 | 668,9 |
| A = Prêts bancaires internationaux (chiffres nets) ³ | 125,0 | 160,0 | 165,0 | 95,0 | 85,0 | 1.085,0 |
| Emissions d'euro-obligations et d'obligations étrangères | 38,9 | 39,4 | 49,0 | 71,7 | 73,5 | |
| moins: amortissements et rachats ⁴ | 10,9 | 11,4 | 12,5 | 13,2 | 14,5 | |
| B = Financements sous forme d'obligations internationales (chiffres nets) | 28,0 | 28,0 | 36,5 | 58,5 | 59,0 | 345,0 |
| A + B = Montant total des financements sous forme de prêts bancaires et d'obligations | 153,0 | 188,0 | 201,5 | 153,5 | 144,0 | 1.430,0 |
| moins: duplications d'écritures ⁵ | 8,0 | 8,0 | 6,5 | 8,5 | 14,0 | 70,0 |
| Montant total net des financements sous forme de prêts bancaires et d'obligations | 145,0 | 180,0 | 195,0 | 145,0 | 130,0 | 1.360,0 |

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, 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 inter-bancaires: premièrement, des créances sur des banques sises à l'extérieur de la zone déclarante, 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 États-Unis; là encore, on suppose que les banques emprunteuses se procurent les fonds essentiellement à des fins nationales et non pour les reprêter à l'étranger; 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 des évaluations très approximatives et sont donnés essentiellement à titre indicatif. Bien que les marges d'erreur soient importantes dans ces domaines, elles ne modifient sans doute pas de façon significative le chiffre avancé pour le montant total net des financements internationaux.

⁵ Obligations souscrites par les banques déclarantes, dans la mesure où elles figurent dans les statistiques bancaires comme créances sur des non-résidents; obligations émises par les banques déclarantes, dans le but surtout d'étayer leurs activités internationales de crédit.

Pour parvenir à maîtriser de manière satisfaisante la situation financière internationale, il importe donc au plus haut point de poursuivre les efforts d'ajustement et de disposer, simultanément, d'un environnement économique favorable à l'échelle internationale.

Les marchés des obligations internationales ont été essentiellement caractérisés en 1983 par l'extension du rôle joué par les banques dans l'acquisition et l'émission d'obligations et par le dynamisme ainsi conféré au marché des «notes» à taux flottant, qui a commencé à concurrencer de plus en plus vivement le compartiment des prêts consortiaux. En raison de cette évolution, la délimitation entre marchés internationaux du crédit bancaire et des capitaux est devenue assez floue. Le tableau ci-dessus montre que, après correction du

chevauchement accru qui en est résulté entre les deux marchés, le montant total des nouveaux crédits internationaux octroyés l'an dernier s'est élevé à \$130 milliards, soit un tiers de moins que le maximum de \$195 milliards atteint en 1981.

Le secteur bancaire international: principaux facteurs d'influence et évolution de la situation de l'endettement international

Pour le secteur bancaire international, 1983 a été une année de croissance lente et de consolidation. Les problèmes qui se sont soudainement manifestés avec le déclenchement de la crise des paiements extérieurs du Mexique durant l'été 1982 – vulnérabilité extérieure excessive de certains pays lourdement endettés, réticence des banques, dans ces conditions, à accroître leur engagement à l'égard de ces pays et nécessité cependant, dans l'intérêt des créanciers comme des débiteurs, de maintenir le flux des crédits – sont demeurés, l'an dernier, la caractéristique dominante des marchés financiers internationaux.

Bien que les prêts spontanés à l'Amérique latine, en général, et à certains autres pays lourdement endettés n'aient pas repris, les banques ont continué de répondre aux sollicitations de tous les pays appliquant des politiques suffisamment saines et bénéficiant d'une position acceptable de leurs paiements extérieurs. Si, néanmoins, le flux global des nouveaux crédits à ces pays s'est également ralenti, cela a été dû non seulement à une prudence accrue et à une attitude moins expansionniste de la part des banques, mais aussi aux politiques plus prudentes et aux nouvelles mesures d'ajustement adoptées par un certain nombre de pays, ce qui a certainement contribué à la stabilité du système financier international. De plus, la demande de crédits bancaires internationaux des principaux pays industrialisés est également restée modeste pour diverses raisons: réduction des déficits de balance des paiements, facteurs conjoncturels, renforcement des ressources d'autofinancement des sociétés et accueil favorable des marchés de capitaux à long terme.

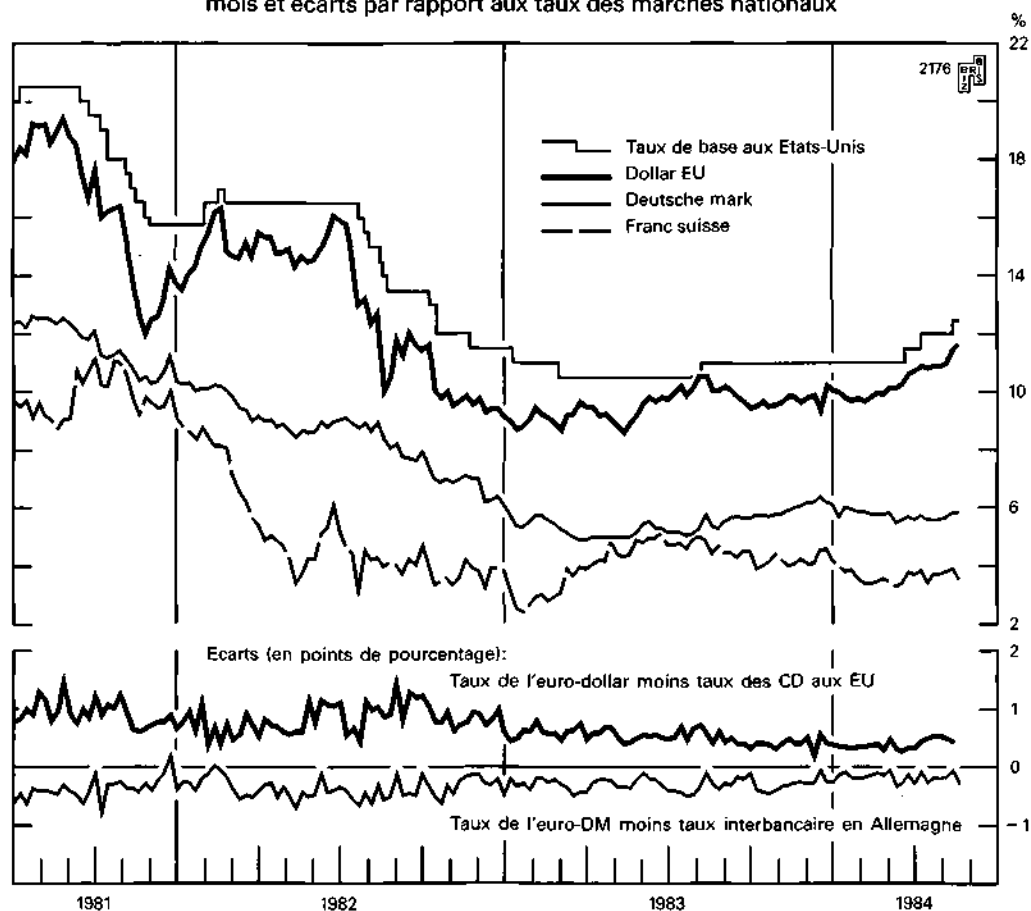
Si le rétrécissement du cercle des emprunteurs potentiels, ajouté à la prudence accrue dont ils ont fait preuve et à la réduction de leurs besoins de financement, s'est traduit par un ralentissement de la demande de crédit, il n'y a pas eu pénurie de nouveaux fonds du côté «ressources» du marché. Les pays de l'OPEP ont cessé, vers le milieu de l'année, d'effectuer d'importants retraits de dépôts, tandis que les banques ont continué de recevoir en abondance des capitaux de la zone déclarante et, à un degré moindre, de pays extérieurs à la zone. Par suite de cette conjonction d'une offre abondante de ressources de financement et d'une demande réduite de crédits, le marché international est resté très liquide. Les emprunteurs de premier rang ont donc été fort recherchés par les banques et ont bénéficié de conditions de crédit très avantageuses, ce qui peut faire renaître le risque d'un octroi excessif de prêts à certains pays. L'excédent de fonds disponibles sur le marché international a également exercé une pression à la baisse sur les taux d'intérêt des euro-monnaies par rapport aux taux comparables pratiqués aux Etats-Unis, de sorte que, dans le courant de 1983, les banques sises dans ce pays ont cessé d'être d'importants fournisseurs nets de

nouveaux fonds sur le marché international, pour devenir d'importants utilisateurs nets.

La situation de l'endettement international a pu être maîtrisée en 1983 grâce à la conjonction de divers facteurs: situation économique dans le monde industrialisé; octroi massif de ressources officielles de financement aux pays débiteurs en difficulté et importance du rôle joué, à cet égard, par les crédits conditionnels du FMI; rééchelonnement des dettes et apport de crédits supplémentaires, à l'instigation des autorités, par les banques internationales, plusieurs d'entre elles réussissant en même temps à renforcer leurs structures financières; enfin, et fait tout aussi important, poursuite des efforts d'ajustement des pays débiteurs eux-mêmes.

En ce qui concerne le premier de ces facteurs, il est certain que la reprise économique dans le monde développé, laquelle a été conduite par les Etats-Unis et se développe actuellement dans un certain nombre d'autres pays également, a joué un rôle majeur dans la maîtrise de la situation de l'endettement — même si,

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



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

jusqu'à présent, ce ne sont pas les pays très lourdement endettés d'Amérique latine qui en ont retiré les plus grands avantages directs. Outre cette influence, qui a été principalement ressentie dans les pays en développement d'Asie, la reprise dans le monde développé a considérablement amélioré le climat économique général qui entourait les problèmes d'endettement. Du côté financier, toutefois, la situation s'est présentée sous un jour moins favorable. Si les taux d'intérêt en dollars ont été, en moyenne, moins élevés en 1983 qu'en 1982, ils ont recommencé à monter vers le milieu de 1983 et ont poursuivi leur mouvement ascendant en 1984, ce qui a encore alourdi le fardeau du service de la dette.

Le Fonds monétaire international a joué un rôle primordial dans le maintien d'un flux adéquat de nouveaux fonds à destination des pays débiteurs en difficulté. L'approche du Fonds a été double; d'une part, il a octroyé des crédits massifs aux principaux pays en difficulté, après avoir négocié avec eux des programmes d'ajustement visant à rétablir une situation de balance des paiements acceptable; d'autre part, il s'est efforcé de mettre un financement extérieur global approprié à la disposition de ces pays, en faisant dépendre l'approbation finale de ses propres crédits conditionnels de la fourniture de nouveaux fonds par le système bancaire international. Les responsables du contrôle bancaire d'un certain nombre de pays ont apporté leur soutien à ce second aspect de la stratégie du Fonds, en faisant clairement savoir à leurs banques qu'ils ne voyaient pas de contradiction entre la constitution, dans des proportions suffisantes, de provisions pour créances douteuses et, simultanément, l'accroissement de leur engagement à l'égard des pays débiteurs dans le cadre des programmes d'ajustement approuvés par le FMI.

La conditionnalité imposée par le Fonds a également facilité le traitement des problèmes d'endettement, en ce sens que son influence s'est fait sentir dans les négociations entre les pays débiteurs et leurs banques internationales créancières. Au cours de l'année 1983, les banques ont été confrontées à des demandes d'un grand nombre de pays, portant à la fois sur le rééchelonnement des dettes existantes et sur la fourniture de nouveaux moyens de financement. L'acceptation, par les pays débiteurs, de la conditionnalité du FMI est devenue un élément clé de ces négociations, dont les banques ont fait dépendre leur propre acceptation des programmes de refinancement. Cette approche coordonnée des problèmes d'endettement par le Fonds et le système bancaire international a certainement permis de mieux harmoniser les politiques de prêt des banques et les politiques d'emprunt des pays avec les exigences générales en matière macro-économique. De plus, des enseignements pourront être retirés de l'expérience ainsi acquise, lorsqu'il ne sera plus nécessaire d'«organiser» le financement du déficit des paiements de certains pays.

L'octroi conjoint par le FMI et la communauté bancaire internationale de nouveaux moyens financiers à certains pays débiteurs en difficulté en 1983 a permis à ces derniers de rembourser dans le courant de l'année les crédits-relais qui leur avaient été accordés en 1982 et au début de 1983 par la BRI et les autorités monétaires américaines. Tel a été le cas des crédits de \$1,85 milliard et

\$1,45 milliard consentis respectivement à la Banque du Mexique et à la banque centrale du Brésil, ainsi que du prêt de \$0,5 milliard octroyé à la Banque Nationale de Yougoslavie. La ligne de crédit de \$0,5 milliard mise à disposition de la banque centrale d'Argentine en janvier 1983 est arrivée à expiration sans qu'aucun prélèvement n'ait été effectué (voir Chapitre VIII, page 177).

La coordination des financements officiels et privés accordés aux pays débiteurs, l'an dernier, ne s'est pas limitée aux programmes mis sur pied par le FMI et les banques internationales. Dans un domaine assez différent, la Banque mondiale s'est efforcée de mettre au point des plans de cofinancement avec des banques commerciales. Ce système vise à élargir l'accès des pays en développement au crédit des banques commerciales, à des conditions raisonnables, et à permettre d'affecter les ressources aux programmes de développement économique davantage que ne le feraient les crédits de financement général des balances des paiements. Il convient d'ajouter que les responsables du contrôle bancaire du pays des banques prêteuses pourraient les aider à améliorer la qualité de leurs actifs internationaux en encourageant, sur la base de considérations de saine gestion, l'octroi de tels prêts.

En ce qui concerne l'avenir, le Fonds continuera de jouer un rôle capital dans le traitement de l'endettement international et dans le maintien de la stabilité du système financier international. A cet effet, il doit être en mesure de fournir aux pays membres des facilités de crédit conditionnel suffisantes et de disposer des ressources nécessaires à cet égard. Pour ces deux raisons, l'entrée en vigueur du relèvement des quotes-parts au FMI dans le cadre de la huitième révision générale vers la fin de 1983 est arrivée à point nommé, tout comme le renforcement des propres lignes de crédit du Fonds par le biais de l'élargissement des Accords généraux d'emprunt en décembre 1983 et la mise sur pied de facilités de crédit d'un montant total de DTS 6 milliards avec l'Arabie Saoudite, la BRI, le Japon et la Belgique en avril 1984 (voir Chapitre VIII, page 178). En revanche, les efforts visant à accroître les ressources du groupe d'institutions de la Banque mondiale n'ont pas encore abouti à des résultats concrets.

En ce qui concerne le rôle des banques internationales, les opérations de rééchelonnement des dettes qu'elles ont entreprises en 1983 ont porté sur pas moins de 22 pays et sur un endettement total de \$60 milliards environ. Dans la plupart des cas, les échéances des emprunts rééchelonnés — qui comprenaient non seulement des crédits à moyen et à long terme, mais même des crédits financiers et des crédits commerciaux à court terme — ont été prolongées pour des périodes allant de sept à neuf ans. En outre, les nouveaux crédits accordés par les banques dans le cadre de programmes gérés par le Fonds se sont élevés à \$14 milliards en 1983, dont près de \$10 milliards avaient effectivement été prélevés à la fin de l'année. Plus de la moitié des montants rééchelonnés et les deux tiers des nouveaux montages financiers ont bénéficié à deux pays, le Brésil et le Mexique. Alors que les négociations portent en général seulement sur l'année en cours, les accords de rééchelonnement conclus l'an dernier entre le Mexique et les banques créancières étrangères, après la fourniture de \$5 milliards d'argent frais par les banques en mars 1983, englobaient la dette publique

venant à échéance jusqu'à la fin de 1984 pour un total de \$22,5 milliards. Dans le cas du Brésil, l'accord conclu au début de 1983 prévoyait le rééchelonnement de \$4,8 milliards de dettes du secteur public et du secteur privé arrivant à échéance en 1983 et la fourniture de \$4,4 milliards de crédits supplémentaires. De plus, en décembre 1983, le Brésil et le Mexique ont entamé des négociations avec leurs banques créancières portant sur l'octroi de \$6,5 milliards et de \$3,8 milliards respectivement de nouveaux prêts en 1984. Depuis lors, ces montages financiers ont été définitivement mis au point.

En dépit du rôle varié joué par les banques internationales pour maîtriser la situation de l'endettement, elles se sont surtout attachées, l'an dernier, à renforcer leurs structures financières. L'amélioration sensible de leurs bénéfices leur a non seulement permis d'accélérer la constitution de provisions, soit générales, soit spécifiques, pour créances internationales douteuses, mais elle leur a également ménagé une certaine marge pour améliorer leurs ratios d'actifs à risque, étant donné que le renforcement de leurs fonds propres dépasse, dans la plupart des cas, le taux d'accroissement moyen de 5% de leur engagement à l'égard des pays en développement non membres de l'OPEP. De plus, par suite du dynamisme des marchés obligataires, il leur a été plus facile de compenser, en partie tout au moins, la liquidité moindre de certaines de leurs créances internationales. Du côté «ressources» des bilans des banques, le financement interbancaire à court terme a été remplacé par le financement à plus long terme, sous la forme en particulier de «notes» à taux flottant. On peut estimer que les banques se sont ainsi procuré \$14 milliards de fonds l'an dernier, après en avoir obtenu \$13 milliards et \$8 milliards respectivement en 1982 et en 1981. Bon nombre de ces émissions, surtout celles des banques américaines, revêtaient la forme de prêts participatifs ou de dettes subordonnées. En outre, à l'actif du bilan des banques, une part plus importante des prêts a été matérialisée par l'émission d'instruments négociables, l'acquisition d'obligations à taux flottant émises par les emprunteurs se substituant en partie aux prêts consortiaux. Enfin, pour éviter un affaiblissement excessif de leurs structures financières, les banques ont eu tendance à réduire leur participation aux opérations interbancaires à faible rendement.

L'amélioration sensible des bénéfices des banques internationales en 1983 est due en partie au redressement des résultats sur le plan national, la récession ayant fait place à la reprise. Il convient de noter cependant que, dans leurs opérations internationales, les banques se sont ménagé des marges (plus de 2% en moyenne) et des commissions (plus de 1% en moyenne) substantielles pour les prêts rééchelonnés; pourtant, la restructuration de la dette en liaison avec la conditionnalité du FMI devrait tendre à améliorer la cote de crédit des emprunteurs. Il importe, en effet, au plus haut point que les résultats positifs des efforts d'ajustement d'un pays débiteur soient immédiatement reconnus et se traduisent par l'octroi de conditions de prêt plus avantageuses.

Enfin, en ce qui concerne les pays débiteurs eux-mêmes, l'évolution la plus encourageante intervenue l'an dernier a été la nouvelle réduction du déficit global des paiements courants des pays en développement non membres

Flux entre les banques de la zone déclarante de la BRI¹ et les groupes de pays extérieurs à la zone, 1978-83 (estimations)

| Postes | Stocks à fin 1977 | Flux ² | | | | | | Stocks à fin 1983 |
|--|-------------------------|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------------------|
| | 1978 | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | | |
| en milliards de dollars EU, à taux de change constants en fin de trimestre | | | | | | | | |
| Pays de l'OPEP³ | | | | | | | | |
| Dépôts (chiffres bruts) | 77,9 | 3,2 | 37,4 | 41,9 | 3,2 | -18,2 | -13,6 | 120,2 |
| Emprunts (chiffres bruts) | 39,1 | 16,7 | 7,2 | 7,0 | 4,2 | 8,2 | 9,7 | 86,8 |
| Chiffres nets ⁴ | 38,8 | -13,5 | 30,2 | 34,9 | - 1,0 | -26,4 | -23,3 | 33,4 |
| <i>Pour mémoire:</i> | | | | | | | | |
| Réserves de change ⁵ | 69,6 | -14,6 | 15,5 | 14,3 | - 1,8 | -11,6 | - 9,3 | 61,6 |
| Balances des paiements courants | | 5,0 | 61,5 | 110,5 | 54,0 | -12,5 | -16,5 | |
| PVD non membres de l'OPEP | | | | | | | | |
| Dépôts (chiffres bruts) | 60,8 | 14,6 | 12,3 | 3,9 | 9,4 | 4,9 | 10,5 | 110,9 |
| Emprunts (chiffres bruts) | 97,2 | 22,8 | 35,3 | 39,0 | 39,9 | 19,8 | 12,4 | 256,2 |
| Chiffres nets ⁴ | -36,4 | - 8,2 | -23,0 | -35,1 | -30,5 | -14,9 | - 1,9 | -145,3 |
| <i>Pour mémoire:</i> | | | | | | | | |
| Réserves de change ⁵ | 43,5 | 11,3 | 8,6 | - 1,7 | 0,1 | - 2,0 | 8,4 | 68,2 |
| Balances des paiements courants | | -28,0 | -43,0 | -64,5 | -79,5 | -59,0 | -38,0 | |
| Pays développés | | | | | | | | |
| Dépôts (chiffres bruts) | 28,2 | 8,7 | 7,0 | 5,7 | 3,8 | - 0,1 | 1,5 | 48,9 |
| Emprunts (chiffres bruts) | 55,5 | 5,7 | 7,5 | 15,4 | 16,8 | 15,9 | 7,5 | 116,4 |
| Chiffres nets ⁴ | -27,3 | 3,0 | - 0,5 | - 9,7 | -13,0 | -16,0 | - 6,0 | - 67,5 |
| <i>Pour mémoire:</i> | | | | | | | | |
| Réserves de change ⁵ | 15,9 | 6,5 | 3,2 | 1,3 | - 1,5 | 1,2 | 2,4 | 29,1 |
| Balances des paiements courants | | - 7,0 | - 7,0 | -16,5 | -24,5 | -23,0 | -10,0 | |
| Europe de l'Est | | | | | | | | |
| Dépôts (chiffres bruts) | 8,4 | 1,7 | 4,7 | 0,9 | 0,1 | 2,0 | 2,9 | 18,5 |
| Emprunts (chiffres bruts) | 38,3 | 5,7 | 7,2 | 6,8 | 4,8 | - 4,6 | - 1,2 | 48,9 |
| Chiffres nets ⁴ | -29,9 | - 4,0 | - 2,5 | - 5,9 | - 4,7 | 6,6 | 4,1 | - 30,4 |

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 La zone déclarante de la BRI couvre la République fédérale d'Allemagne, l'Autriche, la Belgique-Luxembourg, le Canada, le Danemark, les États-Unis, la France, l'Irlande, 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. Depuis décembre 1981, les banques situées aux États-Unis comprennent également les facilités bancaires internationales.

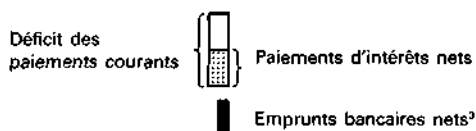
² Le total des chiffres de flux indiqués pour chacune des années considérées peut ne pas être nécessairement égal à la différence entre les montants des encours au début et à la fin de l'ensemble de la période, tant à cause de ruptures dans les séries que de la méthode utilisée pour le calcul des chiffres de flux. ³ Comprend, en outre, Bahreïn, Brunei, Oman et Trinidad et Tobago. ⁴ Un signe négatif (-) correspond à un emprunt net. ⁵ Aux taux de change courants.

de l'OPEP, qui est revenu d'un peu moins de \$60 milliards à quelque \$38 milliards.* Cette amélioration est intervenue, pour l'essentiel, dans les pays qui en avaient le plus besoin, à savoir les pays d'Amérique latine, dont le déficit global des paiements courants a été réduit de plus de moitié l'an dernier, pour se situer à environ \$15,5 milliards, soit à son niveau le plus bas depuis le second choc pétrolier. Le Mexique est passé d'un déficit de \$5 milliards à un excédent

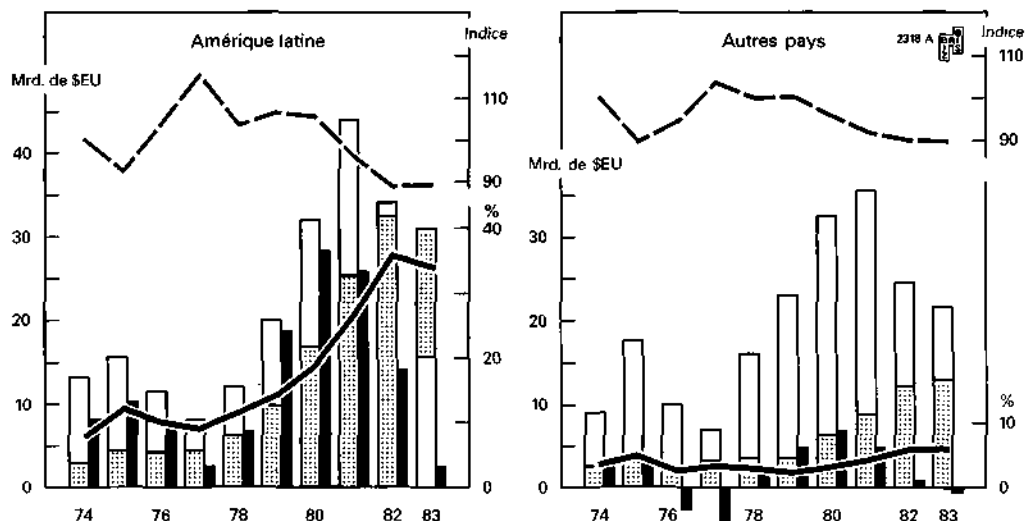
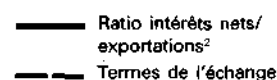
* Les données relatives aux centres offshore n'étant pas prises en compte dans le cas présent, les chiffres mentionnés dans le reste de cette section ne coïncident pas avec ceux du Chapitre V.

Facteurs influençant les besoins d'emprunt et le recours au financement bancaire international des pays en développement non membres de l'OPEP, 1974-83¹

Echelle de gauche:



Echelle de droite:



¹ Chiffres en partie estimés.

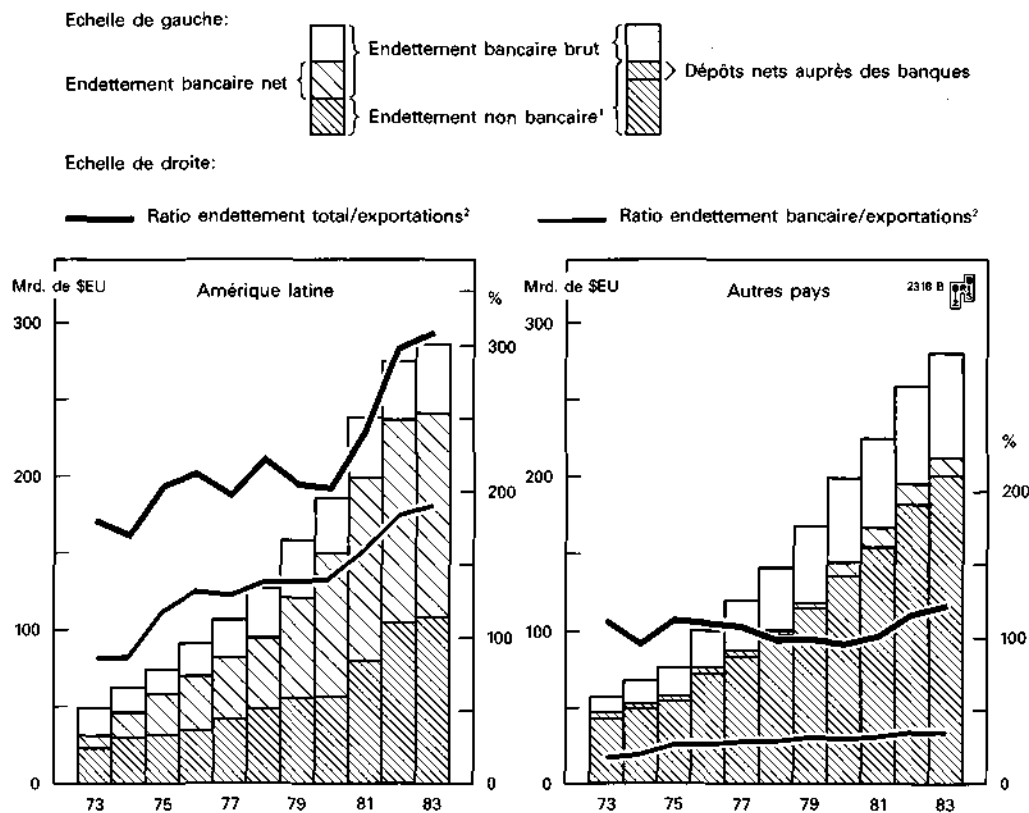
² Exportations de biens et services.

³ Calculés en dollars constants.

de \$5,5 milliards, tandis que le solde négatif du Brésil a été ramené de \$15 milliards à \$6 milliards.

Malgré cette amélioration sensible de leur balance globale des paiements courants, la situation des paiements extérieurs de nombreux pays latino-américains demeure très précaire. Du fait du niveau toujours élevé des taux d'intérêt en dollars et d'un certain accroissement de l'endettement, les versements d'intérêts nets de l'Amérique latine au titre de la dette extérieure ont atteint \$31 milliards (compte non tenu, évidemment, des intérêts perçus sur les capitaux évadés), chiffre presque aussi élevé qu'en 1982 et égal à deux fois celui de leur déficit global des paiements courants. L'amélioration de la balance des opérations courantes de ces pays devait donc passer par l'obtention d'excédents commerciaux très substantiels. Comme leurs recettes tirées des exportations de biens et services n'ont progressé que de 1% environ, l'ensemble des importations de l'Amérique latine a subi en 1983 une nouvelle compression de 27%, qui est venue s'ajouter à la réduction de 30% opérée en 1982. Des restrictions aussi drastiques des achats à l'étranger n'ont pu être obtenues par le jeu des seules forces du marché; elles ont comporté diverses formes de rationnement qui ont posé des problèmes, tant pour la production intérieure que pour les produits d'exportation.

Evolution de l'endettement international des pays en développement non membres de l'OPEP, 1973-83¹



¹ Chiffres en partie estimés. ² Exportations de biens et services.

De plus, par suite de la persistance du niveau élevé de la charge d'intérêt et de la médiocrité de leurs résultats dans le domaine des exportations, certains ratios d'endettement clés ont continué l'an dernier à se détériorer dans les pays d'Amérique latine, d'autant qu'il n'y a eu aucun accroissement des flux de capitaux non générateurs de dettes vers ces pays. C'est ainsi que le ratio de leur endettement total à leurs exportations de biens et services est passé de 300% à 308,5% et que l'augmentation de la part des crédits officiels n'a pas empêché leur ratio «endettement bancaire/exportations» de s'élever également (de 185% à 190,5%). Le ratio des paiements d'intérêts nets aux exportations s'est légèrement amélioré, mais reste encore très élevé, avec plus de 33%. Ces chiffres seraient bien plus élevés s'ils étaient calculés sur la base des exportations de marchandises uniquement. Tant au Brésil qu'au Mexique, les versements d'intérêts ont atteint environ \$10 milliards en 1983, absorbant près de la moitié des recettes provenant des exportations de marchandises de ces pays.

L'évolution en Amérique latine l'an dernier présente, toutefois, certains aspects encourageants, indépendamment de la réduction du déficit global des paiements courants des pays de cette zone. Tout d'abord, le rééchelonnement a

amélioré l'échéancier de leur dette extérieure. Ensuite, les évasions de capitaux, que l'on peut évaluer à \$50 milliards au moins pour l'ensemble de l'Amérique latine durant la période 1978-82, semblent s'être ralenties de façon spectaculaire en 1983, même si l'on ne décèle encore guère de signes d'un renversement de ce courant. Enfin, l'amélioration de la balance des paiements du Mexique l'an dernier a permis à ce pays non seulement de rattraper en grande partie les pertes de réserves qu'il avait subies en 1982, mais encore d'obtenir des banques, vers la fin de 1983, des conditions sensiblement meilleures pour le rééchelonnement de sa dette.

Pour ce qui est des autres pays en développement non membres de l'OPEP, la réduction de \$24,5 milliards à \$22,5 milliards l'an dernier de leur déficit global des paiements courants a été assez modeste. Les pays d'Asie, les seules nations en développement non membres de l'OPEP dont les exportations aient sensiblement progressé l'an passé, ont réduit de \$3 milliards leur déficit global des opérations courantes. Leur ratio «endettement bancaire/exportations», qui représente moins d'un sixième de celui des pays d'Amérique latine, n'a pas augmenté et, à la seule exception des Philippines, le service de leur dette n'a pas posé de problèmes majeurs. Les pays africains ont pu également comprimer leur déficit global des paiements courants, mais, comme dans le cas de l'Amérique latine, ils y sont parvenus en réduisant leurs importations, tandis que leurs exportations ont continué de fléchir. Une nouvelle baisse des ventes à l'étranger et une détérioration correspondante du ratio «endettement bancaire/exportations» a été, de plus, enregistrée par les pays en développement non membres de l'OPEP du Moyen-Orient, dont le déficit des paiements courants s'est aggravé l'an dernier. L'ensemble constitué par les pays d'Afrique et du Moyen-Orient ne représente cependant que 12% de l'endettement bancaire international des pays en développement non membres de l'OPEP.

La poursuite du redressement des paiements extérieurs des pays d'Europe de l'Est, l'an dernier, constitue une autre influence positive. On peut estimer que leur excédent global des opérations courantes s'est encore accru (+ \$4,5 milliards), pour atteindre \$9 milliards, les améliorations les plus importantes ayant été le fait de l'URSS, de la Roumanie et de la Hongrie. L'endettement net des pays d'Europe de l'Est à l'égard des banques déclarantes, qui avait été réduit de \$6,6 milliards en 1982, s'est encore contracté l'an dernier (\$4,1 milliards). En raison de cet allègement du fardeau de la dette, l'attitude des banques en matière de prêts à ces pays, qui s'était durcie après l'accentuation des difficultés de service de la dette extérieure de la Pologne, est redevenue plus conciliante. A l'exception de la Pologne, la plupart des pays de ce groupe ont retrouvé, ou semblent en voie de retrouver, l'accès au crédit bancaire international. La Pologne elle-même a réussi récemment à atténuer ses difficultés immédiates en matière de paiements extérieurs en obtenant des banques créancières un accord de rééchelonnement, sur une période de dix ans, portant sur \$1,6 milliard d'emprunts venant à échéance en 1984-87 et la fourniture de \$0,7 milliard d'argent frais.

Pour résumer l'évolution de la situation de l'endettement international en 1983, on constate, du point de vue économique, une réduction sensible des déficits de paiements courants des pays en développement non membres de

l'OPEP, grâce à la fois aux efforts énergiques d'ajustement déployés par ces pays et à la reprise de l'activité dans le monde développé. En ce qui concerne le financement, le maintien d'un courant de fonds à destination des pays débiteurs en difficulté a été assuré au moyen d'actions coordonnées du FMI et des banques internationales, alors que, dans le même temps, la position financière du Fonds comme celle des banques ont été renforcées. Beaucoup reste à faire cependant pour étendre et consolider les progrès déjà réalisés, et une action concertée de la part de tous les principaux acteurs de la scène financière internationale demeure nécessaire.

Le cœur du problème de l'endettement international est l'Amérique latine, où le processus d'ajustement des balances de paiements a entraîné une réduction globale de près de 50% des importations entre 1981 et 1983 et où le service de la dette extérieure reste très onéreux. En supposant que l'expansion économique se poursuive dans le monde développé et que les taux d'intérêt en dollars cessent de monter, il devrait être possible de mieux maîtriser la situation de l'endettement. Mais il faudra, en outre, que les pays latino-américains parviennent à accroître plus rapidement leurs recettes d'exportations, s'ils entendent redonner à leur balance des paiements une structure acceptable. Pour ce faire, deux conditions doivent être satisfaites: d'abord, il importe que ces pays poursuivent des politiques internes orientées vers l'exportation; ensuite, les produits qu'ils exportent doivent bénéficier d'un accès suffisant aux marchés des pays développés.

Evolution des principaux agrégats

A la suite du déclenchement de la crise des paiements du Mexique à la fin de l'été 1982, la croissance des crédits bancaires internationaux avait déjà commencé à se ralentir dans les derniers mois de l'année. Ce ralentissement s'est poursuivi durant une bonne partie de 1983 et, malgré des signes de redressement dans les tout derniers mois, l'expansion des agrégats bancaires internationaux sur l'ensemble de l'année – tant en valeur absolue que, surtout, en taux de croissance – a été de loin la plus faible que l'on ait enregistrée depuis des années. Exprimées en dollars constants (sauf indication contraire, tous les chiffres de flux donnés dans cette section sont corrigés de l'incidence des variations de change), les créances extérieures des banques sises dans la zone déclarante de la BRI ont augmenté de \$108 milliards, soit de 6,5%, pour se situer en fin d'année au montant total de \$1.754 milliards; en 1981 – les comparaisons avec 1982, année de transition, sont moins significatives – leur progression avait atteint \$265 milliards, soit 20,5% (cf. tableau page 121).

Etant donné, toutefois, que ce retour à des rythmes d'expansion plus modérés a été particulièrement sensible dans le domaine des opérations interbancaires au sein de la zone déclarante, les chiffres bruts mentionnés ci-dessus surestiment légèrement le ralentissement de la croissance tendancielle des crédits bancaires internationaux. Après élimination des duplications d'écritures résultant des dépôts successifs de fonds entre les banques déclarantes elles-mêmes, on peut estimer que l'expansion des crédits bancaires internationaux est

revenue de \$165 milliards (soit 21,5%) en 1981 à \$85 milliards (soit 8,5%) l'an dernier. La croissance du crédit a été particulièrement faible au premier semestre de 1983, avec à peine \$25 milliards. Au second, elle s'est accélérée, pour s'établir à \$60 milliards, ce qui, malgré l'incidence de facteurs saisonniers, est nettement supérieur à la progression de \$45 milliards enregistrée au second semestre de 1982.

En évaluant la croissance réelle des crédits bancaires internationaux en 1983, il est important de tenir compte de l'évolution des prix internationaux, notamment de la variation de la valeur unitaire en dollars des biens faisant l'objet d'échanges internationaux. D'un quatrième trimestre à l'autre, l'indice de cette valeur unitaire a fléchi de 4-5% en 1983, soit à peu près autant qu'en 1982. En ajoutant la croissance de 8,5% des crédits bancaires internationaux à cette augmentation de la valeur «réelle» du dollar à l'échelle internationale, on obtiendrait un taux de croissance de 13% environ en 1983. Ce résultat ne serait guère différent des taux d'expansion réels des années précédentes, lorsque les taux de croissance nominaux s'inscrivaient dans une fourchette de 20-25%, mais que l'indice de la valeur unitaire des biens faisant l'objet d'échanges internationaux augmentait également à un rythme assez rapide. En outre, compte tenu de la quasi-stagnation du volume des échanges internationaux — qui n'a progressé que de 2% en 1983 — et du niveau élevé des taux d'intérêt, il semblerait que la croissance nominale relativement modeste (8,5%) du crédit bancaire international en 1983 ait pu provoquer un accroissement du poids de l'endettement et de sa charge financière analogue à celui qui avait été enregistré vers la fin des années soixante-dix, où les taux de croissance nominaux étaient très élevés.

S'agissant de l'évolution sur les divers marchés, l'un des faits saillants de l'an dernier a été le ralentissement marqué de l'activité internationale des banques sises aux Etats-Unis. Après des progressions de \$75,7 milliards et \$107,1 milliards en 1981 et 1982, la croissance de leurs avoirs extérieurs n'est ressortie en 1983 qu'à \$32,9 milliards. Ce ralentissement est dû à l'influence de trois facteurs: perception accrue, de la part des banques, des risques inhérents à leur activité de prêt à l'échelle internationale, depuis le déclenchement de la crise de l'endettement de 1982; reprise progressive de la demande de crédit interne aux Etats-Unis dans le courant de 1983; enfin et surtout, accélération momentanée, en 1982, de la croissance des avoirs extérieurs des banques sises aux Etats-Unis, en raison de l'ouverture des nouvelles facilités bancaires internationales (IBF). On constate, en effet, dans le tableau de la page 133, que les avoirs et engagements extérieurs des IBF avaient fortement augmenté au premier semestre de 1982. Au second semestre, cette croissance avait diminué de plus de moitié, et, pour les six premiers mois de 1983, elle s'est encore réduite (de 45% environ).

L'ouverture des IBF a affecté, au tout premier chef, l'activité des succursales des banques américaines dans les centres offshore. Comme le montre ce tableau, après une augmentation de près de \$32 milliards en 1981, le total des avoirs extérieurs de ces succursales ne s'est pratiquement pas accru en 1982, avant de connaître une modeste expansion de \$7,7 milliards en 1983. Il convient de noter que ces chiffres sous-estiment eux-mêmes le volume d'activités rapatriées aux Etats-Unis: en effet, cette stagnation globale masque

Variations des avoirs et engagements extérieurs en monnaie nationale et en monnaies étrangères des banques situées dans les divers pays déclarants, 1980-83

| | Stocks à fin 1979 | Flux à taux de change constants en fin de trimestre | | | | | | Stocks à fin 1983 |
|--|-------------------------|---|-------|----------------------------|------------------|-----------------|------------------|-------------------------|
| | | 1980 | 1981 | 1982 | | 1983 | | |
| | | | | 1er semestre | 2ème semestre | 1er semestre | 2ème semestre | |
| | | | | en milliards de dollars EU | | | | |
| | | | | Avoirs | | | | |
| Etats-Unis | 136,4 | 40,4 | 75,7 | 68,1 | 39,0 | 18,6 | 14,3 | 396,0 |
| dont: IBF | - | - | 63,4 | 55,4 | 25,6 | 14,6 | 13,4 | 172,2 |
| Succursales offshore de banques américaines¹ | 127,6 | 13,6 | 31,9 | - 0,8 | 2,2 | 3,2 | 4,5 | 179,8 |
| Pays européens déclarants | 776,0 | 158,6 | 133,9 | 4,4 | 53,9 | - 6,1 | 51,9 | 1.027,2 |
| dont: Royaume-Uni | 285,5 | 75,0 | 79,5 | 13,4 | 21,5 | 9,5 | 21,5 | 482,7 |
| France | 123,6 | 24,9 | 9,1 | - 3,8 | 14,3 | - 10,1 | 11,3 | 141,1 |
| Luxembourg | 80,8 | 13,6 | 6,2 | 2,3 | 3,5 | - 0,5 | 1,9 | 85,4 |
| Allemagne fédérale | 69,3 | 10,3 | 7,4 | - 3,4 | 3,3 | - 2,7 | 2,5 | 63,1 |
| Belgique | 43,0 | 14,1 | 8,8 | - 1,4 | 2,5 | 0,5 | 3,3 | 61,3 |
| Suisse | 59,1 | 4,0 | 5,1 | 3,9 | - 1,8 | 3,8 | - 1,3 | 60,2 |
| Pays-Bas | 55,9 | 9,3 | 7,4 | 2,2 | - 2,0 | - 1,1 | 0,7 | 58,1 |
| Italie | 29,6 | 1,8 | 6,4 | - 9,7 | 8,7 | - 8,0 | 10,0 | 35,3 |
| Autriche | 17,9 | 3,2 | 2,4 | 0,7 | 3,5 | 1,0 | 1,5 | 25,1 |
| Suède | 5,8 | 2,2 | 0,1 | 0,2 | - 0,2 | 0,7 | - 0,1 | 7,1 |
| Danemark | 4,0 | 0,2 | 0,7 | - 0,2 | 0,4 | 0,5 | 0,8 | 5,5 |
| Irlande | 1,5 | 0,5 | 0,5 | 0,2 | 0,4 | 0,1 | - 0,2 | 2,3 |
| Japon | 45,4 | 18,2 | 20,7 | 0,3 | 7,7 | 5,8 | 12,8 | 109,1 |
| Canada | 25,6 | 10,1 | 2,7 | 2,3 | - 1,4 | 2,0 | 1,5 | 41,8 |
| Total | 1.111,0 | 241,1 | 264,8 | 74,2 | 101,4 | 23,5 | 84,9 | 1.753,9 |
| Pour mémoire: Banques non déclarantes sises dans les centres offshore² | 135,0 | 42,0 | 62,0 | 7,0 | 8,0 | 1,0 | 15,0 | 270,0 |
| Engagements | | | | | | | | |
| Etats-Unis | 130,1 | 9,3 | 38,3 | 56,5 | 11,9 | 8,7 | 42,1 | 296,8 |
| dont: IBF | - | - | 48,3 | 56,1 | 20,8 | 9,7 | 21,7 | 156,5 |
| Succursales offshore de banques américaines¹ | 128,8 | 14,4 | 33,5 | - 0,3 | 4,0 | 3,1 | 3,2 | 184,8 |
| Pays européens déclarants | 778,1 | 178,7 | 128,0 | 3,7 | 52,8 | 0,6 | 47,4 | 1.051,8 |
| dont: Royaume-Uni | 302,0 | 76,9 | 78,7 | 19,8 | 24,1 | 12,0 | 24,9 | 514,2 |
| France | 106,2 | 28,1 | 14,9 | - 5,4 | 13,0 | - 7,8 | 9,6 | 138,7 |
| Luxembourg | 76,6 | 12,9 | 4,1 | 1,7 | 2,2 | - 1,1 | 1,4 | 79,1 |
| Allemagne fédérale | 77,7 | 3,3 | 1,5 | - 3,8 | 3,4 | - 1,2 | - 0,8 | 57,4 |
| Belgique | 50,1 | 18,0 | 9,8 | - 0,2 | 2,8 | 3,7 | 2,8 | 72,6 |
| Suisse | 38,2 | 7,2 | 2,8 | 0,3 | - 2,9 | 0,6 | - 0,8 | 38,8 |
| Pays-Bas | 55,5 | 11,8 | 4,6 | 1,6 | - 0,5 | - 3,2 | - 0,3 | 55,5 |
| Italie | 38,1 | 9,6 | 4,4 | - 10,7 | 6,4 | - 4,5 | 8,4 | 45,6 |
| Autriche | 19,0 | 5,9 | 1,8 | 0,5 | 2,3 | 0,4 | 1,3 | 25,8 |
| Suède | 8,7 | 3,2 | 1,9 | - 0,7 | 1,3 | 0,8 | 0,4 | 14,0 |
| Danemark | 3,7 | 0,2 | 0,6 | - | 0,1 | 0,3 | 1,0 | 5,1 |
| Irlande | 2,0 | 1,5 | 0,7 | 0,7 | 0,3 | 0,4 | - 0,2 | 5,0 |
| Japon | 50,5 | 28,8 | 21,8 | - 0,3 | 1,1 | 1,2 | 6,3 | 106,6 |
| Canada | 32,8 | 10,9 | 18,0 | 0,9 | - 4,4 | 3,2 | 0,7 | 62,1 |
| Total | 1.120,3 | 242,2 | 237,7 | 60,3 | 65,5 | 16,8 | 99,7 | 1.702,1 |
| Pour mémoire: Banques non déclarantes sises dans les centres offshore² | 125,0 | 41,0 | 60,0 | 9,0 | 7,0 | - 1,0 | 17,0 | 258,0 |

Remarque: les chiffres ayant été arrondis, leurs sommes peuvent ne pas être égales aux totaux.

¹ Aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Panama, à Hong Kong et à Singapour. ² 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 Bahrein et au Liban.

une forte progression des créances des succursales offshore vis-à-vis des Etats-Unis et un fléchissement de leurs opérations de prêt aux résidents d'autres pays. De fin septembre 1981 à la fin de 1983, le total des avoirs extérieurs des succursales des banques américaines dans les centres offshore n'a augmenté que de \$13 milliards, alors que, dans le même temps, leurs créances sur les Etats-Unis s'accroissaient de \$46,5 milliards, ce qui implique un recul de \$33,5 milliards de l'encours de leurs créances sur les autres pays. En particulier, le montant global des crédits aux pays en développement non membres de l'OPEP, comptabilisés par le biais des succursales américaines dans les centres offshore, s'est contracté de \$21 milliards, soit de près de 50%. Ce transfert d'activité vers les Etats-Unis au second semestre de 1982 et en 1983 peut s'expliquer non seulement par l'attrait des IBF, mais aussi par des facteurs de confiance et par les avantages qu'offre la centralisation des créances douteuses et des prêts rééchelonnés auprès de la banque mère.

Plus frappant encore que le ralentissement de la croissance des avoirs extérieurs des banques sises aux Etats-Unis est le fait que ces banques soient passées de la position de pourvoyeurs nets de nouveaux fonds au marché international à celle d'utilisateurs nets. Entre la fin de 1979 et le premier trimestre de 1983, la position créditrice nette, à l'égard des non-résidents, des banques opérant aux Etats-Unis avait progressé de \$6 milliards seulement à \$130 milliards, surpassant même les pays de l'OPEP dans la position qu'ils occupaient précédemment de pourvoyeurs de nouveaux fonds aux marchés internationaux. Au deuxième trimestre de 1983, en revanche, les banques situées aux Etats-Unis sont devenues légèrement importateurs nets de nouveaux fonds; ces entrées de capitaux se sont d'ailleurs fortement accélérées durant les deux trimestres suivants, au point qu'à la fin de l'année leur position créditrice nette vis-à-vis de l'extérieur était revenue à un peu moins de \$100 milliards. Ces entrées de capitaux, au second semestre de l'an dernier, ont été principalement imputables à la forte augmentation des emprunts extérieurs des banques — accordés surtout par l'intermédiaire de leurs établissements à l'étranger — tandis que leurs avoirs extérieurs poursuivaient leur progression, à un rythme légèrement moins rapide toutefois qu'au premier semestre.

En ce qui concerne les centres traditionnels de l'euro-marché, la croissance des avoirs extérieurs des banques sises dans les pays européens déclarants s'était déjà fortement ralentie en 1982, en partie sous l'effet de la mise en place des IBF aux Etats-Unis; en 1983, elle a continué de fléchir, pour revenir à \$46 milliards, soit environ un tiers seulement de son montant de 1981. Pour les deux tiers, l'augmentation enregistrée en 1983 a été imputable au seul Royaume-Uni, alors que, dans les deux autres grands centres de l'euro-marché, la France et le Luxembourg, l'activité bancaire internationale s'est développée à un rythme très lent. En France, en Allemagne et aux Pays-Bas, les créances extérieures en monnaies étrangères des banques se sont en fait inscrites en recul, leurs nouveaux prêts extérieurs ne concernant que des opérations en monnaie nationale, généralement liées aux échanges commerciaux. En dehors du Royaume-Uni, des progressions de crédits extérieurs ont été enregistrées par les banques sises en Belgique (\$3,8 milliards), qui ont cependant été utilisateurs

nets de capitaux étrangers, en Suisse (\$2,5 milliards), où il s'est agi en quasi-totalité d'opérations en monnaie nationale, et en Autriche (\$2,5 milliards). Les chiffres relatifs aux banques opérant en Suisse ne recouvrent pas cependant les fonds fiduciaires qu'elles ont acheminés sur le marché international et que l'on peut estimer à \$4 milliards environ en 1983.

Sur une base avoirs moins engagements, les plus importants emprunteurs nets de fonds au sein de la zone européenne déclarante ont été, l'an dernier, les banques sises au Royaume-Uni, dont les engagements extérieurs nets se sont accrus de \$5,9 milliards, pour atteindre au total \$31,5 milliards, et les banques opérant en Belgique et en Italie, dont la position débitrice nette vis-à-vis de l'extérieur a augmenté de \$2,7 milliards et \$1,9 milliard respectivement, pour ressortir à \$11,3 milliards et \$10,3 milliards. Ce gonflement de la position débitrice extérieure nette des banques situées en Belgique et en Italie a été dû aux emprunts internationaux effectués par le secteur public, par l'entremise du système bancaire national, pour le financement de la balance des paiements.

Au sein de la zone européenne déclarante, ce sont les banques sises aux Pays-Bas (\$3,1 milliards) et en Suisse (\$2,7 milliards, à l'exclusion des fonds fiduciaires) qui ont été les principaux pourvoyeurs nets de nouveaux fonds au marché international en 1983. Les exportations de capitaux des banques opérant aux Pays-Bas ont eu pour origine une réduction de leurs engagements extérieurs, alors que, dans le cas des banques établies en Suisse, elles reflètent principalement la constitution d'avoirs extérieurs.

Parmi les principaux pays déclarants, le Japon a été le seul où la croissance des avoirs extérieurs des banques en 1983 ait été, avec \$18,6 milliards, beaucoup plus rapide qu'en 1982 et presque aussi forte qu'avant le déclenchement de la crise financière internationale — ce qui montre l'extension du rôle des banques japonaises dans le financement international. Du fait de la faiblesse relative de la demande interne de crédit et des très larges écarts de taux d'intérêt en faveur du dollar, les banques situées au Japon ont porté de \$7,2 milliards en 1982 à \$11,1 milliards en 1983 leurs exportations nettes de nouveaux fonds vers le marché international. De ce fait, à la fin de l'année et pour la première fois depuis 1973, elles ont dégagé une position créditrice nette de \$2,5 milliards vis-à-vis de l'extérieur.

En ce qui concerne la *composition des nouvelles opérations extérieures des banques*, le ralentissement de la croissance des agrégats bancaires internationaux en 1983 a été dû, dans une large mesure, au rythme moins soutenu de l'activité interbancaire. Les créances interbancaires ont augmenté de \$74,8 milliards l'an dernier; si l'on exclut la progression exceptionnellement forte de \$6,9 milliards des créances sur les institutions monétaires officielles, on obtient un peu plus de la moitié du montant de 1982 et un tiers seulement du total de 1981. Qui plus est, ce ralentissement de l'activité interbancaire a été encore, à certains égards, plus marqué que ces chiffres ne l'indiquent. Sur la progression totale de \$74,8 milliards pour 1983, un montant de \$10,8 milliards a consisté en créances sur des banques extérieures à la zone déclarante, tandis que, pour l'essentiel, soit \$47,2 milliards, il s'est agi de créances réciproques entre banques sises aux Etats-Unis et banques déclarantes situées dans les autres pays déclarants. La

Ventilation secteur bancaire/non bancaire de l'activité bancaire internationale, 1980-83

| | Avoirs | | | | Engagements | | | |
|---|---|-------|-------|-------|---|-------|-------|-------|
| | Flux à taux de change constants en fin de trimestre | | | | Flux à taux de change constants en fin de trimestre | | | |
| | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 |
| | en milliards de dollars EU | | | | | | | |
| Total | 241,1 | 264,8 | 175,6 | 108,4 | 242,2 | 237,7 | 125,8 | 116,5 |
| Positions interbancaires ¹ | 172,1 | 183,8 | 119,9 | 74,8 | 198,7 | 165,8 | 84,2 | 78,8 |
| dont: | | | | | | | | |
| A. à l'intérieur de la zone déclarante ² | 135,6 | 160,7 | 107,8 | 64,0 | 161,4 | 155,2 | 97,6 | 82,4 |
| entre les banques sises aux Etats-Unis et les autres banques déclarantes | 26,9 | 83,6 | 101,4 | 47,2 | 44,6 | 67,6 | 102,3 | 49,1 |
| entre les autres banques déclarantes | 108,7 | 77,1 | 6,4 | 16,8 | 116,8 | 87,6 | - 4,7 | 33,3 |
| B. à l'égard d'institutions monétaires officielles ³ comptabilisées aux Etats-Unis | 2,5 | - 0,4 | 0,2 | 6,9 | 19,0 | -13,9 | -25,6 | - 0,4 |
| autres | 2,5 | - 0,4 | 0,2 | 6,9 | - 0,1 | - 1,1 | 0,3 | 3,7 |
| Positions envers le secteur non bancaire | 69,0 | 81,0 | 55,7 | 33,6 | 43,5 | 71,9 | 41,6 | 37,7 |
| comptabilisées aux Etats-Unis | 11,8 | 22,4 | 26,7 | 14,7 | 0,6 | 5,6 | 18,1 | 10,3 |
| en dehors des Etats-Unis | 57,2 | 58,6 | 29,0 | 18,9 | 42,9 | 66,3 | 23,5 | 27,4 |
| dont: en dollars EU | 31,7 | 29,1 | 7,1 | 7,0 | 31,7 | 55,8 | 15,2 | 21,6 |
| en autres monnaies étrangères | 16,3 | 18,0 | 7,6 | 2,5 | 7,5 | 6,6 | 3,7 | 1,9 |
| en monnaie nationale | 9,2 | 11,5 | 14,3 | 9,4 | 3,7 | 3,9 | 4,6 | 3,9 |
| Pour mémoire: | | | | | | | | |
| Positions en monnaies étrangères à l'égard des résidents ⁴ | 82,7 | 70,7 | 53,4 | 17,4 | 58,9 | 53,7 | 51,3 | 14,5 |
| dont: | | | | | | | | |
| secteur interbancaire ⁵ | 62,0 | 51,3 | 40,7 | 6,9 | 53,4 | 48,4 | 44,2 | 12,5 |
| à l'égard du secteur non bancaire | 20,7 | 19,4 | 12,7 | 10,5 | 5,5 | 5,3 | 7,1 | 2,0 |
| dont: en dollars EU | 9,2 | 15,8 | 7,6 | 4,4 | 4,0 | 0,8 | 4,1 | 1,7 |

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 Y compris les positions vis-à-vis de banques sises aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Panama, à Hong Kong et à Singapour. ³ Voir note 1. ⁴ Banques sises en Europe, au Canada et au Japon seulement. ⁵ Y compris les positions à l'égard du secteur non bancaire japonais non disponibles séparément.

forte progression enregistrée à ce poste s'explique par le recours massif à des fonds extérieurs des banques opérant aux Etats-Unis pour leurs opérations intérieures. L'ensemble des autres créances interbancaires entre pays de la zone déclarante n'a augmenté que de \$16,8 milliards, sous la forme surtout de créances des banques européennes déclarantes sur les banques sises au Japon, et vice versa. En revanche, les créances interbancaires enregistrées au sein de l'euro-marché dans sa définition étroite, c'est-à-dire entre les pays européens déclarants eux-mêmes, n'ont, pour la première fois, enregistré aucune augmentation, alors qu'en 1981 elles s'étaient accrues de plus de \$28 milliards. En

outre, les créances interbancaires locales en monnaies étrangères au sein des divers pays européens déclarants, qui s'étaient renforcées de \$26 milliards en 1981, se sont contractées de \$13,6 milliards l'an dernier, la totalité de cette baisse étant imputable à la place de Londres. Divers facteurs ont sans doute contribué à cette stagnation inhabituelle du compartiment interbancaire de l'euro-marché dans sa définition étroite: contraction de l'encours des prêts finals, contraintes pesant sur le bilan des banques, recours croissant des banques aux marchés de contrats à terme hors bilan pour couvrir leurs risques de taux d'intérêt (cf. Chapitre III, pages 61 à 64), politiques plus sélectives des banques, tendance de certains établissements de moindre importance à se retirer du marché international, concurrence des IBF.

Les prêts directs au secteur non bancaire ont également continué de se ralentir de manière assez sensible l'an dernier, sous l'influence conjuguée de la faiblesse conjoncturelle de la demande de crédit dans la zone déclarante elle-même, de la concurrence des marchés obligataires et de la réticence des banques à accroître leur engagement vis-à-vis des résidents de certains pays hors zone déclarante. Les nouveaux crédits extérieurs de cette catégorie sont revenus de \$81 milliards en 1981 à \$55,7 milliards en 1982 et à \$33,6 milliards l'an dernier. Exprimé sous forme de taux de croissance, ce ralentissement s'est avéré particulièrement prononcé, puisque de 21% en 1980 et 1981 son rythme est tombé à 7% l'an dernier.

En outre, le changement spectaculaire intervenu ces dernières années a porté non seulement sur le volume des crédits, mais aussi sur la localisation géographique et la nature des prêts au secteur non bancaire. En 1980, \$11,8 milliards seulement (soit 17%) des nouveaux crédits au secteur non bancaire avaient été comptabilisés aux Etats-Unis, alors qu'en 1983 cette proportion s'est trouvée portée à 44% (\$14,7 milliards). Parallèlement, la part des banques sises hors des Etats-Unis est revenue de 83% à 56%, soit de \$57,2 milliards à \$18,9 milliards, au cours de cette période de quatre ans. Qui plus est, ce dernier chiffre correspond pour moitié à des crédits traditionnels en monnaie nationale à des non-résidents, qui n'ont subi aucun fléchissement depuis 1980. En d'autres termes, les nouveaux crédits en euro-monnaies au secteur non bancaire ne sont ressortis qu'à \$9,5 milliards en 1983, soit à peine 20% du chiffre de 1980-81, et ils ont été bien inférieurs aux prêts directs accordés au secteur non bancaire hors des Etats-Unis. Cette différence de dynamisme entre les divers compartiments du marché apparaît particulièrement marquée si on l'exprime sous forme de taux de croissance. Les crédits en euro-monnaies n'ont progressé que de 3% l'an dernier, alors qu'on relève des augmentations de 14% et 12,5% respectivement des prêts en provenance des Etats-Unis (dont l'essentiel a été consenti par le biais des IBF) et des crédits traditionnels accordés en monnaie nationale à l'étranger par les autres pays de la zone déclarante. La croissance des crédits en euro-monnaies paraît cependant un peu plus forte si l'on tient compte des crédits internes en monnaies étrangères octroyés à des entités non bancaires; en effet, ces crédits se sont encore accrus l'an passé, dans des proportions bien moindres toutefois qu'il y a quelques années (+\$10,5 milliards, soit 10%).

En ce qui concerne l'origine des fonds, la situation apparaît assez différente. Les nouveaux dépôts directs des organismes non bancaires (\$37,7 milliards) n'ont été que légèrement inférieurs à leur niveau de 1982, tout en représentant plus de 50% du chiffre de 1981. En outre, malgré l'introduction de nouvelles formules de dépôt attrayantes aux Etats-Unis, ce recul par rapport à 1982 est imputable pour plus de la totalité aux banques sises dans ce pays, dont la collecte de nouveaux fonds étrangers d'origine non bancaire est revenue de \$18,1 milliards à \$10,3 milliards. En revanche, l'expansion des dépôts extérieurs non bancaires auprès d'euro-banques s'est accélérée de 1982 à 1983, passant de \$18,9 milliards à \$23,5 milliards. Pour l'essentiel, ces dépôts ont été libellés en dollars, les écarts de taux d'intérêt en faveur de la monnaie américaine étant apparemment assez élevés pour l'emporter sur d'éventuelles craintes au sujet de l'évolution des cours de change.

Un autre développement notable, l'an dernier, concerne les dépôts des institutions monétaires officielles sur l'euro-marché. Ces institutions avaient fortement réduit leurs dépôts au cours des deux précédentes années, mais ce mouvement a pris fin au milieu de 1983, et les dépôts ont été en partie reconstitués au second semestre. Par voie de conséquence, les retraits effectués sur les dépôts officiels ne se sont élevés qu'à \$4,1 milliards pour l'ensemble de l'année, contre près de \$26 milliards en 1982 (voir Chapitre VII, page 174, pour une description plus détaillée de l'évolution des dépôts officiels sur l'euro-marché).

Si l'on additionne les nouveaux euro-dépôts du secteur non bancaire et des institutions monétaires officielles, l'offre d'argent frais en provenance de ces deux sources aux marchés internationaux situés hors des Etats-Unis ressort à \$19,5 milliards en 1983, alors que l'on avait observé un retrait net de \$7 milliards en 1982. Ce renversement de tendance, à hauteur de \$26,5 milliards, dans l'offre de nouveaux fonds permet d'expliquer, en liaison avec le recul de la demande de crédit du secteur non bancaire, deux phénomènes: d'une part, le fait que l'euro-marché, dans sa définition étroite, n'a souffert d'aucune pénurie de liquidités l'an dernier et, d'autre part, en application du principe des vases communicants, l'important transfert de fonds des euro-marchés vers les Etats-Unis au second semestre.

En ce qui concerne la *répartition par monnaie de l'activité bancaire internationale*, c'est sans aucun doute la forte baisse des opérations en dollars comptabilisées hors des Etats-Unis qui constitue l'élément marquant de ces dernières années. En 1980, la croissance des avoirs en euro-dollars avait atteint \$126 milliards; en 1982, à la suite de la mise en place des IBF, elle s'est ralentie, pour revenir à \$20 milliards seulement; l'an dernier, elle s'est de nouveau accélérée, pour ressortir à \$33 milliards, mais cette accélération a été imputable pour plus de la totalité aux succursales offshore des banques américaines, qui ont accru leurs créances sur les Etats-Unis, et aux banques sises au Japon. Les nouveaux crédits extérieurs en dollars accordés sur l'euro-marché, considéré dans sa définition étroite, se sont de nouveau ralentis, revenant de \$18,7 milliards en 1982 à \$13,3 milliards en 1983, ce ralentissement s'expliquant en totalité par l'accroissement des créances

Ventilation par monnaie de l'activité bancaire internationale, 1981-83

| | Avoirs | | | | Engagements | | | |
|--|---|-------|-------|-------------------|---|-------|-------|-------------------|
| | Flux à taux de change constants en fin de trimestre | | | Stocks à fin 1983 | Flux à taux de change constants en fin de trimestre | | | Stocks à fin 1983 |
| | 1981 | 1982 | 1983 | | 1981 | 1982 | 1983 | |
| | en milliards de dollars EU | | | | | | | |
| Total | 264,8 | 175,6 | 108,4 | 1.753,9 | 237,7 | 125,8 | 116,5 | 1.702,1 |
| en monnaie nationale | 99,8 | 129,4 | 50,0 | 569,4 | 48,6 | 76,9 | 56,2 | 415,8 |
| dont banques: | | | | | | | | |
| aux Etats-Unis | 74,4 | 104,1 | 33,0 | 388,7 | 38,4 | 66,8 | 50,2 | 291,6 |
| en Allemagne fédérale | 4,8 | 1,3 | 0,7 | 43,4 | 0,2 | 0,4 | - 0,4 | 36,4 |
| en Suisse | 2,6 | 3,1 | 2,4 | 31,2 | 2,4 | - 1,6 | - 1,3 | 9,0 |
| au Japon | 5,2 | 5,2 | 5,1 | 30,8 | 1,7 | 1,7 | - 0,2 | 14,1 |
| au Royaume-Uni | 5,0 | 6,0 | 3,1 | 26,4 | 4,8 | 7,7 | 5,9 | 34,2 |
| en France | 4,0 | 4,2 | 2,1 | 21,1 | - 0,2 | - 0,4 | 1,9 | 5,9 |
| aux Pays-Bas | 2,4 | 1,7 | 0,9 | 12,2 | 0,6 | 1,0 | - 0,9 | 8,9 |
| dans les autres pays déclarants | 1,4 | 3,8 | 2,7 | 15,6 | 0,7 | 1,3 | 1,0 | 15,7 |
| en monnaies étrangères | 165,0 | 46,2 | 58,4 | 1.184,5 | 189,1 | 48,9 | 60,3 | 1.286,3 |
| dont: | | | | | | | | |
| Dollars EU | 118,0 | 19,6 | 33,1 | 902,1 | 148,2 | 35,5 | 30,8 | 1.005,6 |
| Deutsche marks | 15,8 | 8,1 | 10,0 | 121,5 | 10,2 | 1,0 | 9,4 | 111,7 |
| Francs suisses | 11,2 | 3,5 | 2,7 | 57,8 | 15,8 | - 3,0 | 4,7 | 61,8 |
| Yens japonais | 6,6 | 0,3 | 1,3 | 17,0 | 5,8 | 1,8 | 4,0 | 21,2 |
| Livres sterling | 3,7 | 0,2 | 0,6 | 12,0 | 0,3 | - 0,9 | - 0,5 | 14,1 |
| Francs français | - 1,0 | 1,2 | 3,2 | 9,7 | - 0,2 | 1,6 | 2,3 | 11,2 |
| Florins néerlandais | 1,6 | 1,5 | 3,0 | 10,7 | 2,1 | 2,0 | 2,5 | 11,5 |
| Autres monnaies et non attribué* | 9,1 | 11,8 | 4,5 | 53,7 | 6,9 | 10,9 | 7,1 | 49,2 |

* 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.

interbancaires sur les Etats-Unis. La croissance des prêts en euro-dollars de type traditionnel semble donc avoir marqué une pause l'an dernier. Quant aux prêts en dollars consentis hors des Etats-Unis, qui étaient passés de \$39 milliards en 1980 à \$104 milliards en 1982, ils se sont inscrits en net recul l'an dernier (\$33 milliards).

Les crédits libellés dans d'autres euro-monnaies se sont mieux comportés que les prêts en euro-dollars. Bien que leur expansion de \$25,3 milliards en 1983 soit restée bien inférieure au gonflement de \$47 milliards enregistré en 1981, leur rythme de croissance a tout de même été de 10%, contre 4% pour les crédits en euro-dollars. On a cependant observé des différences marquées entre les diverses devises. Les prêts en euro-francs suisses, qui étaient déjà revenus de \$16 milliards en 1980 à \$3,5 milliards seulement en 1982, se sont de nouveau ralentis. Les crédits en euro-deutsche marks, en revanche, ont enregistré un certain redressement par rapport à 1982 et, en s'établissant à \$10 milliards, ils ont été moins éloignés de leur niveau maximum antérieur que les prêts en euro-dollars ou dans d'autres euro-monnaies. Des taux de croissance d'une ampleur inhabituelle - près de 50% et 40% respectivement - ont été observés l'an dernier pour les avoirs en euro-francs français et en euro-florins; en valeur absolue, ces progressions de \$3,2 milliards et de \$3,0 milliards respectivement ne sont

cependant pas aussi impressionnantes. On note également un léger redressement des avoirs en euro-yens et en euro-livres, dont la croissance s'était pratiquement interrompue en 1982, après la forte expansion des années précédentes. En outre, un montant substantiel de prêts en yens et en livres a été accordé par des établissements sis respectivement au Japon et au Royaume-Uni; en revanche, sous l'effet de la politique appliquée par les banques allemandes pour réduire la proportion de leurs opérations avec les non-résidents dans leur bilan, les prêts internationaux en deutsche marks en provenance d'Allemagne n'ont connu qu'une progression très faible.

Origines et emplois des fonds bancaires internationaux

Le ralentissement persistant de l'expansion en volume de l'encours des crédits internationaux accordés par l'intermédiaire des banques déclarantes (\$95 milliards en 1982 et \$85 milliards l'an dernier) a été dû essentiellement à un nouveau fléchissement des prêts aux résidents de pays extérieurs à la zone déclarante. L'absorption de fonds bancaires internationaux au sein de la zone déclarante s'est en revanche accélérée, passant de \$45,5 milliards à \$47 milliards. Les nouveaux prêts directs identifiés aux organismes non bancaires établis dans la zone déclarante, qui étaient déjà tombés de plus de \$50 milliards en 1981 à \$31 milliards l'année suivante, ont encore reculé en 1983, pour se situer à \$17 milliards. Cette nouvelle baisse a été toutefois compensée, et au-delà, par une forte augmentation du volume des fonds bancaires internationaux utilisés par les banques déclarantes elles-mêmes pour des prêts à l'économie interne. Cette évolution a été entièrement le fait des banques situées aux Etats-Unis, qui (comme indiqué précédemment à la page 134) sont devenues d'importants utilisateurs nets de fonds bancaires internationaux — à concurrence de près de \$30 milliards — au second semestre. Les plus gros emprunteurs du secteur non bancaire ont été, au sein de la zone déclarante, des organismes du Royaume-Uni (\$3,4 milliards), de Belgique-Luxembourg (\$2,9 milliards), de France (\$2,8 milliards) et d'Italie (\$2,4 milliards). Les entreprises américaines ne se sont procuré que \$1,3 milliard auprès des banques sises à l'étranger, la plupart de leurs emprunts internationaux ayant été effectués sur les marchés euro-obligataires. Il en a été de même des entreprises japonaises, qui n'ont quasiment pas reçu de nouveaux crédits de la part de banques opérant à l'étranger; il apparaît, en revanche, qu'elles ont emprunté d'importants montants en monnaies étrangères auprès de banques situées au Japon, mais les données sur ces opérations ne sont pas disponibles.

Du côté «ressources» du marché, le volume des nouveaux fonds en provenance de la zone déclarante a atteint au total \$74 milliards l'an dernier, contre \$95 milliards en 1982. Les dépôts directs effectués par des organismes non bancaires au sein de la zone déclarante, y compris les fonds acheminés sur le marché par l'intermédiaire de comptes fiduciaires de banques opérant en Suisse, se sont élevés à quelque \$38 milliards. En outre, \$5 milliards ont émané d'institutions monétaires officielles situées dans la zone déclarante, tandis que le reliquat de \$31 milliards a représenté l'affectation, par les banques elles-mêmes, de

fonds d'origine interne à des prêts externes. Les banques situées aux Etats-Unis ont encore été fortement exportatrices nettes de fonds au premier trimestre de 1983 et les banques implantées au Japon ont aussi fourni en abondance de nouvelles ressources au marché international l'an dernier. Les organismes non bancaires sis aux Etats-Unis ont apporté à eux seuls \$16,6 milliards, soit près de la moitié de l'accroissement total des dépôts du secteur non bancaire en 1983.

Les nouveaux prêts identifiés des banques déclarantes aux résidents de pays extérieurs à la zone sont revenus de \$39,5 milliards en 1982 à \$28,5 milliards, alors qu'en 1981 ils se chiffraient encore à \$66 milliards. Dans le même temps, les pays extérieurs à la zone, qui avaient prélevé \$11,5 milliards en 1982 sur leurs dépôts auprès des banques déclarantes, les ont réalimentés à hauteur de \$1,5 milliard en 1983. On constate donc que le ralentissement des flux nets de capitaux identifiés acheminés de l'intérieur de la zone déclarante, par l'intermédiaire de ces banques, vers les pays extérieurs à la zone a été encore plus marqué que celui des flux bruts, puisqu'ils sont revenus de \$51 milliards en 1982 à \$27 milliards l'an dernier.

La baisse de \$37,5 milliards entre 1981 et 1983 des nouveaux prêts des banques déclarantes aux pays extérieurs à la zone est intervenue, pour près de 75%, à l'égard des pays en développement non membres de l'OPEP. En 1981, les créances identifiées sur ces pays s'étaient accrues de près de \$40 milliards; en 1982, l'expansion a été réduite de moitié, et en 1983 elle s'est de nouveau ralentie, tombant à \$12,4 milliards, malgré de vastes programmes de financement bénéficiant du soutien des autorités et visant à préserver les courants de crédits vers ces pays. Sur une base avoirs moins engagements, la contraction des flux de crédits aux pays en développement non membres de l'OPEP a encore été plus prononcée, puisqu'en 1983 ces pays ont renforcé assez considérablement leurs dépôts auprès des banques déclarantes; ces flux nets de crédits sont tombés de \$30,5 milliards en 1981 à \$15 milliards en 1982 et à \$2 milliards seulement l'an dernier. Si l'on tient compte des versements d'intérêts nets, cette évolution signifie que, l'an dernier, un vaste reflux de fonds des pays en développement non membres de l'OPEP s'est opéré vers la zone déclarante par le canal des banques.

L'élément prédominant du ralentissement des prêts à l'extérieur de la zone a été l'évolution enregistrée à l'égard des pays d'Amérique latine, qui constituent le plus important groupe de pays débiteurs sur le marché bancaire international. Ces pays ont continué à recourir massivement aux crédits bancaires internationaux jusqu'au déclenchement, à la fin de l'été 1982, de la crise d'endettement mexicaine qui a provoqué la fermeture soudaine de l'accès à ces crédits. Au dernier trimestre de 1982, les pays d'Amérique latine ont même dû réduire leur endettement à l'égard des banques. En 1983, le flux des nouveaux prêts bancaires vers ces pays a repris, mais à un rythme très lent; avec \$8,6 milliards, les nouveaux crédits pour l'ensemble de l'année non seulement représentent moins de 30% du chiffre de 1981, mais ils consistent en totalité en prélèvements effectués sur des facilités de crédit négociées dans le cadre des programmes de soutien du FMI.

Répartition géographique des flux bancaires internationaux, 1980-83¹

| | Flux à taux de change constants en fin de trimestre | | | | | | Stocks à fin 1983 |
|---|---|--------------|-----------------------------|------------------------------|-----------------------------|------------------------------|-------------------------|
| | 1980 | 1981 | 1982 | | 1983 | | |
| | | | 1 ^{er} semestre | 2 ^{ème} semestre | 1 ^{er} semestre | 2 ^{ème} semestre | |
| en milliards de dollars EU | | | | | | | |
| Créances des banques sur: | | | | | | | |
| Zone déclarante | 136,4 | 142,4 | 30,6 | 64,9 | 4,7 | 50,5 | 923,3 |
| Centres financiers offshore ² | 32,6 | 50,0 | 14,5 | 17,5 | 8,1 | 8,6 | 283,8 |
| Autres pays développés | 15,4 | 16,8 | 9,2 | 6,7 | 1,3 | 6,2 | 116,4 |
| Europe de l'Est | 6,8 | 4,8 | - 3,1 | - 1,5 | - 1,3 | 0,1 | 48,9 |
| Pays de l'OPEP ³ | 7,0 | 4,2 | 4,9 | 3,3 | 1,2 | 8,5 | 86,8 |
| Pays en développement non membres de l'OPEP | 39,0 | 39,9 | 15,4 | 4,4 | 6,8 | 5,6 | 256,2 |
| <i>dont: Amérique latine</i> ⁴ | 27,3 | 30,5 | 11,8 | 0,4 | 4,3 | 4,3 | 176,3 |
| Non attribué ⁵ | 3,9 | 6,7 | 2,7 | 6,1 | 2,7 | 5,4 | 38,5 |
| Total | 241,1 | 264,8 | 74,2 | 101,4 | 23,5 | 84,9 | 1.753,9 |
| <i>dont: à l'intérieur de la zone</i> <i>(chiffres bruts)</i> | <i>166,2</i> | <i>191,7</i> | <i>44,9</i> | <i>81,1</i> | <i>13,1</i> | <i>57,1</i> | <i>1.184,9</i> |
| <i>à l'intérieur de la zone</i> <i>(chiffres corrigés des</i> <i>duplications d'écritures)</i> ⁶ | <i>85,1</i> | <i>91,9</i> | <i>20,7</i> | <i>24,7</i> | <i>14,6</i> | <i>32,2</i> | <i>516,0</i> |
| <i>à l'extérieur de la zone</i> <i>non attribué</i> ⁷ | <i>68,2</i> | <i>65,7</i> | <i>26,6</i> | <i>12,8</i> | <i>8,0</i> | <i>20,4</i> | <i>508,3</i> |
| <i>non attribué</i> ⁷ | <i>6,7</i> | <i>7,4</i> | <i>2,7</i> | <i>7,5</i> | <i>2,4</i> | <i>7,4</i> | <i>60,7</i> |
| Montant total des prêts ban- caires internationaux (chiffres nets) | 160,0 | 165,0 | 50,0 | 45,0 | 25,0 | 60,0 | 1.085,0 |
| Engagements des banques envers: | | | | | | | |
| Zone déclarante | 157,3 | 154,9 | 47,5 | 49,7 | 18,2 | 56,2 | 1.072,5 |
| Centres financiers offshore ² | 28,4 | 55,1 | 13,1 | 18,6 | 13,6 | 19,5 | 282,5 |
| Autres pays développés | 5,7 | 3,8 | - 0,3 | 0,2 | - 1,3 | 2,8 | 48,9 |
| Europe de l'Est | 0,9 | 0,1 | - 2,4 | 4,4 | 0,6 | 2,3 | 18,5 |
| Pays de l'OPEP ³ | 41,9 | 3,2 | - 6,6 | -11,6 | -15,3 | 1,7 | 120,2 |
| Pays en développement non membres de l'OPEP | 3,9 | 9,4 | 3,6 | 1,3 | 3,2 | 7,3 | 110,9 |
| <i>dont: Amérique latine</i> ⁴ | <i>- 1,0</i> | <i>4,8</i> | <i>- 0,4</i> | <i>- 1,4</i> | <i>2,0</i> | <i>4,1</i> | <i>43,1</i> |
| Non attribué ⁵ | 4,1 | 11,2 | 5,4 | 2,9 | - 2,2 | 9,9 | 48,6 |
| Total | 242,2 | 237,7 | 60,3 | 65,5 | 16,8 | 99,7 | 1.702,1 |
| <i>dont: à l'intérieur de la zone</i> <i>(chiffres bruts)</i> | <i>183,7</i> | <i>205,0</i> | <i>60,0</i> | <i>65,5</i> | <i>31,6</i> | <i>74,3</i> | <i>1.321,9</i> |
| <i>à l'intérieur de la zone</i> <i>(chiffres corrigés des</i> <i>duplications d'écritures)</i> ⁶ | <i>101,5</i> | <i>132,3</i> | <i>49,7</i> | <i>45,0</i> | <i>39,8</i> | <i>34,6</i> | <i>704,8</i> |
| <i>à l'extérieur de la zone</i> <i>non attribué</i> ⁷ | <i>52,4</i> | <i>16,5</i> | <i>- 5,8</i> | <i>- 5,8</i> | <i>-12,7</i> | <i>14,2</i> | <i>298,6</i> |
| <i>non attribué</i> ⁷ | <i>6,1</i> | <i>16,2</i> | <i>6,1</i> | <i>5,8</i> | <i>- 2,1</i> | <i>11,2</i> | <i>81,6</i> |
| Montant total des prêts ban- caires internationaux (chiffres nets) | 160,0 | 165,0 | 50,0 | 45,0 | 25,0 | 60,0 | 1.085,0 |

Remarque: les chiffres de ce tableau sont établis en partie sur la base d'estimations. Les chiffres concernant les banques sises aux États-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 l'année 1981 et les premier et second semestres de 1982 et de 1983, ainsi que les chiffres de stocks pour fin 1983, 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 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 et Trinidad et Tobago. ⁴ Y compris les pays de la zone des Caraïbes qui ne sont pas 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.

Pour pallier les difficultés croissantes rencontrées par les emprunteurs en 1982, les pays d'Amérique latine avaient notamment prélevé sur leurs dépôts auprès des banques déclarantes, qui représentent une part importante de leurs réserves internationales. A partir du deuxième trimestre de 1983 cependant, comme la position de leur balance des paiements s'était améliorée sous l'effet de l'application de sévères politiques d'ajustement et de la mise sur pied de montages financiers, certains d'entre eux ont été en mesure de reconstituer leurs réserves ainsi que leurs dépôts auprès des banques déclarantes. En fait, pour l'ensemble des neuf derniers mois de 1983, les nouveaux dépôts des pays latino-américains ont été supérieurs à leurs nouveaux emprunts.

L'an dernier, le plus gros emprunteur d'Amérique latine a été le Mexique, qui s'est procuré \$3,9 milliards d'argent frais, mais a simultanément reconstitué ses dépôts à hauteur de \$4,1 milliards. (Etant donné que les corrections des variations de change ne peuvent être effectuées que pour certains des agrégats de la zone, tous les chiffres de flux donnés dans la suite de cette section pour les divers pays comprennent, sauf indication contraire, l'incidence de ces variations de change; en raison de l'appréciation du dollar, ces chiffres ont eu tendance, en 1983, à sous-estimer les augmentations et à surestimer les diminutions des positions créditrices et débitrices des pays.) Le Brésil a emprunté \$1,3 milliard et renforcé de \$1,0 milliard ses dépôts. Les plus gros emprunteurs nets ont été en 1983 la Colombie et l'Argentine, qui ont reçu respectivement \$1,5 milliard et \$1 milliard d'argent frais.

La situation a été assez différente en ce qui concerne les pays en développement d'Asie non membres de l'OPEP (Moyen-Orient non compris). Ces pays avaient réduit leur recours au crédit bancaire international bien avant que le climat du marché ne se détériore en 1982: de \$8,2 milliards en 1979, leurs emprunts étaient revenus à \$4,7 milliards en 1981 (compte tenu de l'incidence des variations de change). Bien qu'ils aient continué, à une exception près, à accéder assez librement aux nouveaux crédits bancaires, l'assombrissement de l'horizon économique mondial les a apparemment persuadés de suivre des politiques plus prudentes, et leurs nouveaux emprunts ont encore fléchi à \$3,9 milliards en 1982, puis à \$3 milliards en 1983. En même temps, ils intensifiaient la reconstitution de leurs dépôts, qui sont passés de \$1,9 milliard en 1981 à \$5 milliards en 1982, pour s'établir à \$4,6 milliards en 1983; ainsi, durant ces deux années, ils sont devenus en fait fournisseurs nets de nouveaux fonds aux banques déclarantes.

Dans ce groupe, les principaux déposants de nouveaux fonds auprès des banques déclarantes en 1983 ont été Taïwan (\$2 milliards), la Chine (\$1,3 milliard), l'Inde (\$1,2 milliard) et le Pakistan (\$0,7 milliard), aucun de ces pays n'ayant effectué de gros emprunts. Taïwan a même réduit de \$0,5 milliard son endettement bancaire brut l'an dernier. Les principaux utilisateurs de nouveaux fonds ont été la Malaisie et la Thaïlande, qui ont obtenu \$1,5 milliard et \$0,9 milliard respectivement, tout en entamant légèrement leurs dépôts. La Corée du Sud, qui avait été l'un des principaux emprunteurs au cours des années antérieures, ne s'est procuré que \$0,4 milliard de nouveaux fonds auprès des banques déclarantes en 1983, mais a simultanément prélevé \$0,5 milliard sur

ses dépôts. Les Philippines, qui ont connu une crise financière au second semestre de 1983, ont constitué un cas à part, qui n'a heureusement pas affecté sérieusement la cote de crédit des autres pays de cette zone. Les créances des banques déclarantes sur les Philippines se sont accrues de \$0,6 milliard au premier semestre, mais se sont réduites de \$0,8 milliard au second.

La situation des pays en développement d'Afrique et du Moyen-Orient non membres de l'OPEP a ressemblé davantage à celle de l'Amérique latine, à cette exception près que l'encours de leur endettement bancaire a été bien moindre (tout au moins en valeur absolue). Les créances des banques déclarantes sur ces deux groupes de pays, qui s'étaient renforcées de \$1,0 milliard et \$1,4 milliard respectivement en 1982, se sont contractées de \$0,6 milliard et de \$0,3 milliard l'an dernier (y compris l'incidence des variations de change). En même temps, les pays du Moyen-Orient ont prélevé \$1,1 milliard sur leurs dépôts auprès des banques déclarantes.

Les créances des banques déclarantes sur les pays d'Europe de l'Est, qui s'étaient réduites de \$4,6 milliards en 1982 à la suite du déclenchement de la crise financière polonaise, ont continué de diminuer en 1983, à un rythme bien moindre toutefois (-\$1,2 milliard), et des symptômes de revirement se sont manifestés vers la fin de l'année. En même temps, les dépôts des pays d'Europe de l'Est auprès des banques déclarantes, qui n'avaient pratiquement pas varié en 1981, ont enregistré une expansion de \$2 milliards en 1982 et de \$2,9 milliards en 1983. Le passage de la position d'emprunteurs nets au cours des années précédentes à celle de fournisseurs nets en 1982 et en 1983, à raison de \$6,6 milliards et \$4,1 milliards respectivement, traduit principalement l'amélioration fondamentale de la position de la balance des paiements de ces pays à l'égard des pays occidentaux. Le fléchissement des créances sur les pays d'Europe de l'Est peut également s'expliquer par des annulations de dettes et par le transfert par les banques de créances garanties, liées à des exportations, aux institutions garantissant ces créances. Il est d'ailleurs possible que ces opérations soient en grande partie responsables de la réduction des créances des banques déclarantes sur la Pologne, qui peut être évaluée à \$2,5 milliards (à l'exclusion de l'incidence des variations de change) en 1983. D'autre part, on peut estimer, sur une base corrigée des variations de change, que l'Union Soviétique a obtenu l'an dernier \$1,5 milliard de nouveaux crédits auprès des banques déclarantes. Les principaux déposants de nouveaux fonds en 1983 (également d'après des estimations corrigées des variations de change) ont été la République démocratique allemande (\$1,4 milliard) et la Hongrie (\$0,6 milliard). Au cours des récentes années de hausse de la monnaie américaine, les pays d'Europe de l'Est ont bénéficié du fait que leurs dettes sont en grande partie libellées en monnaies autres que le dollar. C'est ainsi que la baisse de la valeur en dollars de leur endettement bancaire, calculée aux taux de change courants, s'est chiffrée à près de \$12 milliards, au lieu de \$5,8 milliards, au cours des deux dernières années.

Les pays développés extérieurs à la zone déclarante de la BRI ont obtenu l'an dernier \$7,5 milliards de nouveaux crédits de la part des banques déclarantes, soit moins de la moitié des sommes qu'ils s'étaient procurées en 1982 et

en 1981. Quelques pays de ce groupe ont dû accepter un certain durcissement des conditions du marché au premier semestre, mais le climat de celui-ci a paru s'améliorer de nouveau au second, sauf pour la Yougoslavie, qui se trouvait dans une situation aussi délicate que les pays débiteurs d'Amérique latine. Ainsi, le ralentissement des emprunts a sans doute été dû principalement aux politiques plus prudentes des pays et à l'attrait exercé par d'autres sources de financement. Comme en 1982, les plus gros emprunteurs de ce groupe de pays ont été de loin l'Australie et l'Afrique du Sud, qui ont obtenu respectivement \$2,5 milliards et \$2,0 milliards de nouveaux crédits. L'Espagne, en revanche, qui avait collecté \$1,3 milliard en 1982, a remboursé \$1,1 milliard. On note une réduction encore plus forte de l'endettement bancaire (-\$1,3 milliard) dans le cas de la Norvège. Mais ce dernier pays et l'Espagne ont en même temps abaissé de \$1,7 milliard et de \$0,8 milliard respectivement leurs dépôts auprès des banques déclarantes.

Les membres de l'OPEP constituent le seul groupe de pays extérieurs à la zone qui ait enregistré un accroissement de son endettement bancaire plus marqué l'an dernier (\$9,7 milliards) qu'en 1982 (\$8,2 milliards). Dans le même temps, ces pays ont continué, au premier semestre, à prélever sur leurs dépôts auprès des banques déclarantes. Au troisième trimestre toutefois, ils ont quelque peu renforcé leurs dépôts et, grâce à un fort accroissement de leurs emprunts, ils n'ont pratiquement plus effectué de retraits au quatrième trimestre. Pour l'ensemble de l'année, la réduction des dépôts de l'OPEP s'est située à \$13,6 milliards, soit environ \$4,5 milliards de moins que le chiffre de 1982. Contrairement à cette année-là, les retraits semblent avoir été en majeure partie le fait des pays du Moyen-Orient à faible capacité d'absorption (-\$11,5 milliards, compte tenu de l'incidence des variations de change, mais à l'exclusion des mouvements des dépôts auprès des banques sises aux Etats-Unis et en Suisse), tandis que les pays à forte capacité d'absorption n'ont réduit que de \$3,5 milliards leurs dépôts. Le Venezuela a cessé de prélever sur ses dépôts en 1983, et l'Indonésie a même accru quelque peu les siens auprès des banques déclarantes. Du côté «emplois» du marché, les pays à faible capacité d'absorption du Moyen-Orient ont été les plus importants utilisateurs de fonds, mais on note également des emprunts substantiels effectués par les pays à forte capacité d'absorption de cette zone, ainsi que par l'Indonésie et le Nigeria.

Les marchés des obligations internationales

Pour les marchés des obligations internationales, 1983 a constitué une nouvelle année record, le volume total des nouvelles émissions étant passé de \$71,7 milliards en 1982 à \$73,5 milliards. Certes, l'activité s'est inscrite en léger recul dans le secteur du dollar – notamment sur le marché euro-obligataire, où les émissions ont diminué par rapport à leur record absolu de \$38,5 milliards en 1982, pour revenir à \$35,5 milliards. Mais ce ralentissement a été plus que compensé par les progressions enregistrées dans les autres secteurs, l'expansion ayant été particulièrement forte dans ceux du franc suisse, de la livre et de l'Ecu.

Emissions d'obligations internationales¹

| Pays ou zone d'origine des emprunteurs | Années | Euro-émissions | | | Emissions étrangères | | |
|--|--------|----------------|---------------|-------------------|----------------------|-------------------|--------------|
| | | Total | dont | | Total | dont | |
| | | | dollars EU | deutsche marks | | aux Etats-Unis | en Suisse |
| en millions de dollars EU | | | | | | | |
| Europe occidentale | 1981 | 7.650 | 5.230 | 880 | 5.390 | 640 | 3.070 |
| | 1982 | 16.550 | 12.690 | 1.930 | 5.250 | 780 | 2.350 |
| | 1983 | 22.770 | 16.630 | 2.410 | 6.700 | 1.360 | 2.490 |
| | 1984/I | 8.920 | 6.800 | 720 | 1.600 | 200 | 730 |
| Canada | 1981 | 5.500 | 4.550 | 130 | 5.450 | 4.310 | 870 |
| | 1982 | 6.920 | 5.600 | 100 | 4.440 | 2.700 | 1.330 |
| | 1983 | 3.840 | 2.660 | 360 | 2.910 | 1.630 | 1.220 |
| | 1984/I | 1.290 | 1.070 | - | 540 | 200 | 110 |
| Etats-Unis | 1981 | 6.050 | 5.890 | 30 | 700 | - | 700 |
| | 1982 | 13.020 | 12.340 | 530 | 1.790 | - | 1.470 |
| | 1983 | 6.070 | 5.680 | 220 | 1.240 | - | 1.180 |
| | 1984/I | 3.770 | 3.160 | 210 | 340 | - | 280 |
| Autres pays développés ² | 1981 | 3.460 | 2.730 | 230 | 2.820 | 100 | 2.360 |
| | 1982 | 3.860 | 3.050 | 480 | 5.740 | 400 | 4.440 |
| | 1983 | 6.060 | 4.760 | 830 | 8.300 | 530 | 7.140 |
| | 1984/I | 3.170 | 2.620 | 230 | 2.630 | 100 | 2.390 |
| Reste du monde | 1981 | 2.330 | 2.080 | 90 | 1.120 | 440 | 90 |
| | 1982 | 2.820 | 2.510 | 210 | 520 | - | 200 |
| | 1983 | 1.680 | 1.510 | 160 | 630 | - | 100 |
| | 1984/I | 530 | 540 | - | 90 | - | 50 |
| Institutions internationales | 1981 | 2.490 | 1.700 | 40 | 6.030 | 2.070 | 1.200 |
| | 1982 | 3.280 | 2.490 | - | 7.460 | 2.150 | 1.530 |
| | 1983 | 6.070 | 4.500 | 60 | 7.270 | 1.220 | 1.370 |
| | 1984/I | 1.300 | 600 | - | 1.380 | - | 430 |
| Total des émissions placées | 1981 | 27.480 | 22.180 | 1.400 | 21.510 | 7.560 | 8.290 |
| | 1982 | 46.450 | 38.680 | 3.250 | 25.200 | 6.030 | 11.320 |
| | 1983 | 46.490 | 35.740 | 4.040 | 27.050 | 4.740 | 13.500 |
| | 1984/I | 18.980 | 14.790 | 1.160 | 6.580 | 500 | 3.990 |

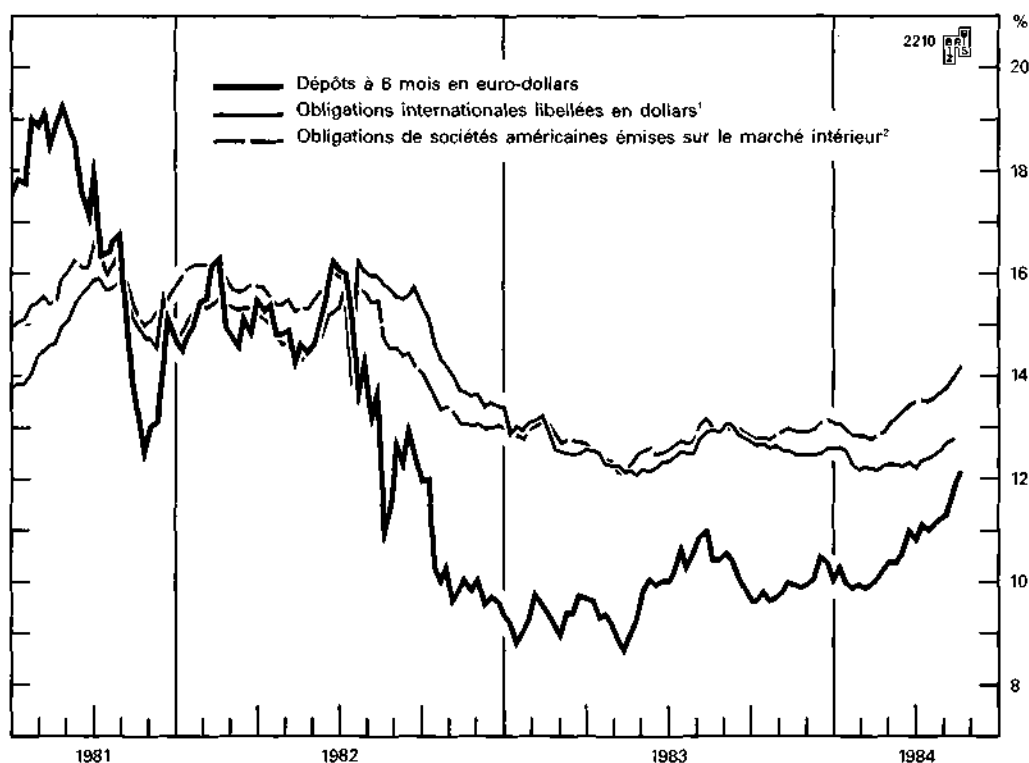
¹ Sur la base des renseignements fournis par l'OCDE.

² Afrique du Sud, Australie, Japon et Nouvelle-Zélande.

C'est à la fois la contraction des emprunts des entreprises américaines et les incertitudes entourant les taux d'intérêt et de change qui expliquent pourquoi le secteur de l'euro-dollar n'est pas tout à fait parvenu à rééditer ses résultats de 1982. Grâce à sa flexibilité et à sa capacité d'innovation, le marché a prouvé, une fois encore, son aptitude à s'adapter à une situation imprévisible. Toutefois, les impondérables relatifs aux taux d'intérêt américains et les vicissitudes du dollar se sont traduits par une évolution en dents de scie de l'activité et par des modifications dans les techniques d'émission au cours de l'année 1983. Durant le premier semestre, le compartiment des émissions à taux fixe a continué de bénéficier de la tendance à la baisse des taux d'intérêt américains et du retour à une courbe des rendements normale. Les rendements des obligations en euro-dollars étaient redescendus en mai à 12%, soit leur plus faible niveau depuis trois ans, et la courbe positive des rendements apparue au second

semestre de 1982 s'était élargie à plus de deux points. Mis à part quelques périodes indécises durant les cinq premiers mois de l'année, l'activité est restée dans l'ensemble intense, grâce à l'apport de techniques telles que les émissions avec swaps de taux d'intérêt par les banques et la formule de «libération partielle» qui a connu pendant quelque temps un certain succès. Par la suite, le climat du marché s'est détérioré et les incertitudes croissantes sur l'évolution future des taux d'intérêt ont entraîné un ralentissement, particulièrement marqué pour cette période de l'année, de l'activité d'émission. Toutefois, au cours des tout derniers mois de l'année, les opérations se sont nettement développées dans le compartiment des obligations en euro-dollars. Ce redressement a été dû essentiellement à la reprise des emprunts des entreprises américaines, à la suite de la nouvelle hausse de la prime des taux d'intérêt des émissions nationales par rapport à ceux des émissions euro-obligataires, ainsi qu'à la bonne tenue du compartiment des «notes» à taux variable (floating rate notes: FRN). En effet, non seulement ce compartiment est devenu le centre de l'activité obligataire en euro-dollars, mais il a même commencé à concurrencer le marché des prêts consortiaux.

Taux des dépôts en euro-monnaies et rendements des obligations en dollars EU
sur les marchés internationaux et nationaux
Chiffres du mercredi, en %



¹ Entreprises industrielles, rendements à l'échéance moyenne.
à l'échéance finale.

² Tous secteurs industriels confondus, rendements

Emissions d'obligations internationales par catégorie d'instruments¹

| Postes | 1981 | 1982 | 1983 | | | | | 1984 |
|------------------------------------|------|------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|------|
| | | | année | 1er | 2ème | 3ème | 4ème | 1er |
| | | | | trimestre | trimestre | trimestre | trimestre | |
| en milliards de dollars EU | | | | | | | | |
| Total des émissions | 49,0 | 71,7 | 73,5 | 20,8 | 19,6 | 13,1 | 20,0 | 25,6 |
| dont: | | | | | | | | |
| émissions classiques | | | | | | | | |
| à taux fixe ² | 37,2 | 57,7 | 51,8 | 16,3 | 14,2 | 9,2 | 12,1 | 12,6 |
| «notes» à taux variable . . . | 7,4 | 11,4 | 16,0 | 3,1 | 3,9 | 2,8 | 6,2 | 8,6 |
| Obligations convertibles | 4,4 | 2,6 | 5,7 | 1,4 | 1,5 | 1,1 | 1,7 | 4,4 |

¹ Estimations partielles. ² Y compris les obligations à coupon zéro et les placements privés.

Le succès de la formule FRN au cours des derniers mois de 1983 a été abondamment commenté. Devant l'incertitude croissante suscitée par les taux d'intérêt, les banques avaient, ces dernières années, privilégié l'utilisation des FRN, qui permettaient de disposer de capitaux à long terme en dollars à un coût lié aux taux d'intérêt à court terme. Or, avec le recul des taux d'intérêt américains au second semestre de 1982 et au début de 1983 et l'essor correspondant du compartiment des taux fixes, les banques ont eu tendance à préférer la technique moins onéreuse des emprunts à taux fixe avec swaps d'intérêts, ce qui s'est traduit par une certaine désaffection pour le secteur FRN. Au terme de l'été 1983, la déception des investisseurs devant l'évolution des taux d'intérêt en dollars joua de nouveau en faveur de la formule à taux variable. Dans les derniers mois de l'année, la concurrence entre les prêteurs est devenue si intense que les émissions de FRN offraient de meilleures conditions aux emprunteurs de premier rang que les crédits bancaires consortiaux comparables, et ce, tant du point de vue des échéances que des marges. Les emprunteurs ont été prompts à tirer avantage de cette situation, non seulement pour couvrir leurs besoins de financement immédiats, mais également pour rembourser avant échéance des prêts bancaires plus coûteux.

Les principaux avantages du marché des FRN pour les banques sont les suivants: tout d'abord, en ce qui concerne le côté «ressources» de leur bilan, ce marché leur a permis de se procurer plus facilement des moyens de financement à long terme en dollars. En outre, contrairement aux emprunts interbancaires et aux certificats de dépôt, les obligations présentent dans plusieurs pays l'avantage d'être considérées, dans une certaine mesure, comme une partie du capital aux fins du contrôle bancaire. Après s'être accru de \$8 milliards en 1981 à \$13 milliards en 1982, le total des émissions obligataires par les banques, dont les FRN constituent l'élément le plus important, a enregistré une nouvelle progression, pour atteindre \$14 milliards l'an dernier; or, ces chiffres ne prennent pas en compte les émissions sur le marché financier américain, effectuées par les banques américaines et les filiales de banques étrangères aux Etats-Unis, qui ont également augmenté. En second lieu, du côté «emplois» de leur bilan, le dynamisme du compartiment des FRN a élargi la gamme des possibilités de placements liquides des banques; en effet, sur un marché circonscrit aux signatures

de premier rang, de telles obligations tendent à s'échanger au pair aux dates de fixation des taux d'intérêt, ce qui offre donc une protection quasi absolue contre les pertes en capital. Ce type de placements par les banques a connu un vif essor l'an dernier. On peut estimer que les banques ont absorbé, essentiellement sous forme de FRN, quelque \$10 milliards d'obligations internationales en 1983, soit deux fois plus qu'en 1982. En général, ces opérations ne sont pas recensées dans les statistiques bancaires internationales de la BRI et ont tendance à rendre de plus en plus floues les limites entre marché du crédit et marché financier.

Tout comme sur le marché des euro-dollars, sur le marché américain le volume des nouvelles émissions étrangères s'est également contracté, pour la seconde année consécutive, revenant de \$6 milliards en 1982 à \$4,7 milliards en 1983; ce phénomène a été imputable à une diminution des acquisitions des deux plus gros emprunteurs, à savoir le Canada et la Banque mondiale. La baisse du coût du financement sur leur marché intérieur a réduit l'attrait du marché des Etats-Unis pour les emprunteurs canadiens; quant à la Banque mondiale, elle a intensifié sa politique de diversification.

Les secteurs non libellés en dollars des marchés obligataires ne semblent pas avoir beaucoup souffert de l'attrait exercé par le niveau élevé des taux d'intérêt en dollars. Etant donné que les nouvelles émissions sont essentiellement lancées sur les marchés nationaux et sont donc surtout financées au moyen de ressources internes, le coût financier supporté par les emprunteurs tend à être le facteur déterminant à cet égard. En outre, les innovations dans le domaine des techniques d'émission, surtout limitées jusque-là aux marchés des obligations en dollars, se sont également étendues aux autres secteurs. Enfin, la politique de diversification des institutions internationales au profit de ressources non libellées en dollars a soutenu l'activité de ces marchés.

Le dynamisme des émissions étrangères en Suisse illustre parfaitement ces influences: après une forte expansion de 37% en 1982, le volume des nouvelles émissions a, en effet, encore progressé l'an dernier (+19%), pour atteindre \$13,5 milliards. A la faveur des bons résultats de la Bourse de Tokyo, les émetteurs japonais, qui constituent de loin le plus gros groupe d'emprunteurs sur ce marché, ont fortement accru leur offre de titres convertibles libellés en francs suisses. La conviction de n'encourir aucun risque de change important et le coût peu élevé du financement expliquent l'attrait exercé par le marché suisse sur les emprunteurs japonais. Pour sa part, le marché des obligations étrangères au Japon a attiré les emprunteurs, à cause du faible niveau des taux nominaux, au moment même où la vigueur du yen exerçait un impact irrésistible sur les investisseurs étrangers. En fin de compte, les émissions d'obligations étrangères sur le marché japonais ont atteint l'an dernier \$3,8 milliards, contre \$3,3 milliards en 1982, ce qui représente cependant \$0,5 milliard de moins que le niveau record de 1978. Les considérations de taux de change ont joué un rôle encore plus grand sur les marchés où les émissions euro-obligataires sont importantes. Ainsi, le volume des émissions sur le marché allemand des obligations étrangères et sur celui des émissions en euro-deutsche marks, qui ont bénéficié d'une certaine amélioration des perspectives d'évolution de la monnaie allemande et d'un léger desserrement des conditions monétaires en Allemagne, s'est

élevé de 24%, pour atteindre un total combiné de \$6,7 milliards, imputable pour un tiers aux institutions internationales.

En termes relatifs, ce sont les secteurs de l'Ecu et de la livre qui ont été les plus dynamiques l'an dernier, avec des progressions respectives de près de 170% et de 60%. Ces secteurs semblent avoir été les principaux bénéficiaires du processus de diversification. Si, dans le cas de la livre, la diversité des techniques d'émission a contribué à ces résultats, l'attrait des émissions libellées en Ecus vient de ce qu'elles sont référencées à un panier de monnaies.

Si l'on considère la nationalité des emprunteurs sur les marchés des obligations internationales, on constate que la part des pays de l'OCDE n'a enregistré, l'an dernier, qu'une contraction minime de 80% à 78%, et ce, malgré le recul de plus de 50% des émissions des entreprises américaines. De fait, en incluant les institutions internationales européennes, cette part s'est accrue de 85% à 87%. L'ampleur des déficits des finances publiques et de la balance des paiements a incité certains pays à tirer parti de l'accueil réservé par le marché aux signatures de premier rang. En outre, devant le succès des FRN au second semestre de 1983, quelques pays comme la Suède, le Danemark et l'Australie ont délaissé le marché des prêts consortiaux pour celui des obligations internationales.

Dans le cas des emprunteurs japonais, qui se sont toujours tenus à l'écart du marché des prêts consortiaux, le bond en avant (de \$6,2 milliards à \$11,1 milliards) des offres d'obligations à l'étranger a surtout été lié au climat favorable aux émissions d'obligations convertibles en Suisse et aux obligations assorties de swaps de devises. Avec \$7,2 milliards de nouvelles émissions, la France occupe, avec les entreprises américaines, le deuxième rang des emprunteurs. Ce montant est toutefois légèrement inférieur au total de 1982 et doit être considéré dans le contexte du recours nettement moindre de ce pays au marché des prêts consortiaux. Avec les emprunteurs supranationaux et souverains, les banques françaises ont compté parmi les principaux émetteurs de FRN. Les emprunts des organismes canadiens sont revenus de \$11,4 milliards en 1982 à \$6,8 milliards l'an dernier, par suite de la contraction de leurs besoins de financement et de l'amélioration des conditions sur les marchés obligataires canadiens.

A l'exception de quelques pays d'Asie qui, à l'instar des pays développés, ont été en mesure de bénéficier des conditions offertes par le marché aux bonnes signatures, le marché des obligations internationales est resté fermé à la plupart des pays en développement. En outre, ces pays n'ont pas vu s'élargir leur accès indirect à ce marché par le biais des organismes de développement, les emprunts de ces derniers s'étant réduits de \$7,3 milliards, pour ressortir à \$6,6 milliards l'an dernier. Toutefois, ce recul modeste traduit essentiellement la place plus importante accordée par la Banque mondiale aux plans de cofinancement avec des banques commerciales.

Au premier trimestre de 1984, l'activité sur les marchés des obligations internationales s'est de nouveau intensifiée et le volume des émissions a atteint le niveau sans précédent de \$25,6 milliards. Cette expansion a été particulièrement sensible dans le compartiment des obligations convertibles et dans celui

des FRN, où le volume des nouveaux emprunts a respectivement triplé et doublé par rapport à la moyenne trimestrielle pour 1983. Le dynamisme du compartiment des obligations convertibles a été dû dans une large mesure à l'accroissement des émissions des entreprises japonaises, qui ont bénéficié de la très bonne tenue de la Bourse japonaise, et aux emprunts effectués par des entreprises américaines dans le cadre d'opérations de fusion. Le compartiment des FRN a continué d'attirer des opérateurs au détriment des marchés des euro-crédits, l'ampleur de la demande des investisseurs pour de tels titres déterminant des conditions d'emprunt avec lesquelles le marché des prêts consortiaux ne pouvait pas rivaliser. Le volume des émissions classiques à taux fixe a également progressé — faiblement cependant — par rapport au trimestre précédent; il convient de noter toutefois que les incertitudes au sujet des taux d'intérêt américains et du cours de change du dollar ont joué en faveur des émissions libellées dans d'autres monnaies.

VII. LA SCÈNE MONÉTAIRE INTERNATIONALE

Faits saillants

La caractéristique dominante de la scène monétaire internationale en 1983 – en dehors des problèmes d'endettement international décrits au Chapitre VI – a été la fermeté continuelle du dollar EU sur les marchés des changes. La persistance d'écarts de taux d'intérêt favorables, le dynamisme de l'économie américaine, le malaise sur les marchés financiers internationaux et les troubles politiques à travers le monde ont été autant de facteurs dont les effets conjugués ont fait monter de 14% le taux de change effectif du dollar entre janvier 1983 et janvier 1984. Cette évolution est intervenue malgré la très forte détérioration de la balance des paiements courants des Etats-Unis et le fait que le dollar s'était déjà apprécié de près de 30% pendant les quelque trente mois précédents. Alors que, pendant les premiers mois de 1984, le marché semblait modifier son opinion au sujet de l'avenir à plus long terme du dollar, celui-ci, au début de mai, était remonté pratiquement à son niveau record antérieur sous l'influence de la hausse des taux d'intérêt américains. La fermeté du dollar ainsi que certains signes d'une meilleure convergence dans les résultats économiques des pays membres du Système monétaire européen ont également contribué à la stabilité relative des taux de change en son sein depuis le dernier réalignement, intervenu à la fin de mars 1983.

La conjonction de taux d'intérêt élevés en dollars et de la vigueur du taux de change de cette monnaie a pesé sur la demande d'or du secteur privé en 1983 et, partant, sur les cotations du métal. La production d'or des pays occidentaux a continué de s'accroître, mais les ventes des pays communistes ont accusé une forte contraction, liée en partie à la faiblesse du cours de l'or.

L'évolution de la liquidité internationale a présenté l'an passé un caractère disparate. Pour ce qui est des aspects positifs, les réserves globales (à l'exclusion de l'or) des pays importateurs de pétrole, qui avaient fléchi en 1981-82, ont recommencé à se renforcer et les ratios «réserves/importations» se sont, en général, légèrement améliorés; en outre, l'augmentation des quotes-parts au FMI et l'élargissement des Accords généraux d'emprunt se sont traduits par un accroissement substantiel des facilités officielles de crédit international. Côté négatif, les pays lourdement endettés d'Amérique latine se sont vu fermer l'accès aux nouveaux emprunts auprès du système bancaire international, à l'exception de prêts liés à des crédits conditionnels du FMI, cependant que la valeur des réserves globales d'or sur le marché a diminué en raison de la baisse des cours du métal. La situation actuelle en matière de liquidité internationale est donc caractérisée par le fait que nombre de pays détiennent des réserves adéquates ou peuvent emprunter assez librement, tandis que d'autres sont à la fois démunis de réserves et n'ont qu'un accès limité aux emprunts extérieurs.

Evolution des taux de change

Les monnaies flottantes. Pendant la majeure partie de la période sous revue, l'évolution sur les marchés des changes a été marquée par la vigueur persistante du dollar EU. Malgré un affaiblissement temporaire assez sensible au début de 1984, le dollar se trouvait, au milieu de mai, à 12% en termes effectifs au-dessus de son niveau de fin 1982, tandis que, vis-à-vis des monnaies européennes, il enregistrait dans le même temps des hausses allant de 12 à 27%. Par contre, le yen japonais s'est apprécié de près de 2% à l'égard de la monnaie américaine entre fin 1982 et la mi-mai 1984, alors que le dollar canadien ne s'est déprécié que de 5%.

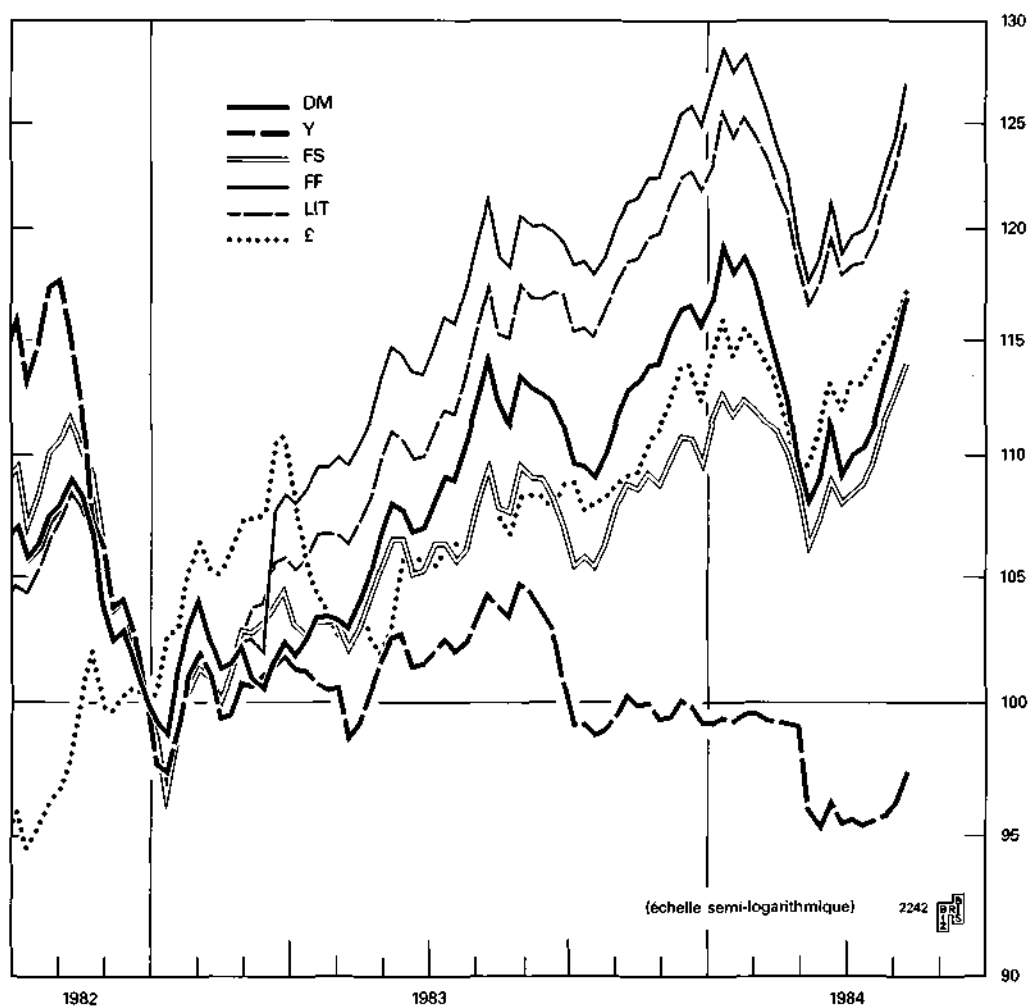
Le nouveau renforcement du dollar par rapport à presque toutes les autres grandes monnaies est intervenu malgré l'aggravation considérable du déficit de la balance américaine des paiements courants, qui se chiffrait, au dernier trimestre de 1983, à plus de \$60 milliards en rythme annuel. Le comportement du dollar sur les marchés des changes a donc été dominé, d'une manière générale, par des entrées de capitaux aux Etats-Unis. L'ampleur de ces entrées est due essentiellement à trois facteurs, dont l'importance a varié au cours de la période sous revue: d'abord, l'essor vigoureux de l'activité économique aux Etats-Unis qui, ajouté à l'important déficit du budget fédéral, a provoqué une nouvelle hausse des taux d'intérêt américains; ensuite, la très forte réduction, et ultérieurement le renversement, des sorties bancaires nettes des Etats-Unis, en raison surtout des problèmes d'endettement extérieur de nombreux pays en développement et de la reprise graduelle de la demande de crédit de l'économie interne; enfin, l'attrait persistant du marché américain en tant que refuge pour les capitaux étrangers.

Le comportement du yen japonais a reflété la vigueur fondamentale de l'économie japonaise, notamment l'apparition d'un important excédent de paiements courants, un faible taux d'inflation et l'amélioration des perspectives de croissance de l'économie interne. Quant au dollar canadien, il a bénéficié d'une balance commerciale relativement favorable.

L'année 1983 avait débuté avec un dollar en baisse, dont le taux de change effectif était tombé de 9% entre le début de novembre 1982 et le début de janvier 1983; ce fléchissement résultait dans une large mesure de la diminution des taux d'intérêt américains et de la perspective d'une détérioration persistante de la balance des paiements courants. Il a été suivi d'une courte période de raffermissement de la monnaie américaine durant la seconde quinzaine de janvier, les taux d'intérêt aux Etats-Unis ayant cessé de reculer en raison de la croissance rapide des agrégats monétaires américains. Par la suite, et jusqu'à la mi-mai, les taux de change du dollar ont relativement peu varié. Si la monnaie américaine est restée plutôt ferme, grâce au niveau des taux d'intérêt sur le marché intérieur et à la persistance de préoccupations au sujet des problèmes financiers extérieurs de nombreux pays en développement, l'incertitude suscitée par la vigueur de la reprise économique américaine et, partant, par l'évolution future des taux d'intérêt en dollars, ainsi que la perspective d'une aggravation du déficit des paiements courants des Etats-Unis en 1983, a donné à penser

Variations des taux de change bilatéraux du dollar EU par rapport à certaines autres monnaies, 1982-84

Moyennes hebdomadaires, indices: fin 1982 = 100



qu'à plus long terme le dollar pourrait connaître une tendance à la baisse. En outre, le marché escomptait que le sommet de Williamsburg en mai aboutirait à un accord sur une intervention coordonnée des banques centrales sur le marché des changes en réaction à la hausse du dollar.

A la mi-mai, le dollar a repris sa marche ascendante lorsque les taux d'intérêt se sont remis à monter aux Etats-Unis, en prévision d'un resserrement de la politique monétaire américaine face à l'expansion rapide des agrégats monétaires. En outre, les marchés ont estimé que les signes incontestables de la vigueur de la reprise économique aux Etats-Unis favoriseraient le dollar à double titre: d'une part, ce mouvement, intervenant alors que le budget fédéral enregistrerait un fort déficit, donnerait une nouvelle impulsion aux taux d'intérêt; d'autre part, l'amélioration des perspectives pour les bénéfices des sociétés sises

aux Etats-Unis rendrait l'économie américaine encore plus attrayante pour les investisseurs étrangers. En revanche, le marché semblait ne pas se préoccuper des conséquences probables de la reprise sur la balance des paiements courants. Entre la mi-mai et la mi-août, les taux d'intérêt sur l'euro-dollar à trois mois ont augmenté de deux points environ et le taux de change effectif du dollar s'est élevé de 8%, pour atteindre son plus haut niveau depuis le début du flottement en mars 1973. Dans le même temps, la monnaie américaine a progressé de 8% par rapport au franc suisse, de 7% à l'égard du yen japonais et de 6% vis-à-vis de la livre sterling. Par rapport au deutsche mark, la progression du dollar a atteint pas moins de 12%. La hausse des taux d'intérêt sur l'euro-dollar entre mai et août s'est presque intégralement reflétée dans un élargissement de 3½% à plus de 5% de l'écart entre le taux de l'euro-dollar et celui de l'euro-deutsche mark; en outre, le comportement du marché à l'égard du deutsche mark s'est ressenti d'une croissance monétaire interne supérieure à l'objectif ainsi que des événements politiques intervenus en Allemagne.

Vers la fin de juillet, le mouvement ascendant du dollar s'est accéléré et des perturbations se sont produites sur le marché des changes, avec de fortes oscillations quotidiennes des cotations. Devant cette situation, les autorités monétaires américaines, allemandes, suisses et japonaises ont effectué des interventions coordonnées sur le marché des changes. Les interventions des Etats-Unis, qui ont eu lieu entre le 29 juillet et le 5 août, se sont limitées à des ventes de dollars, pour un montant de \$254 millions, contre deutsche marks et yens japonais, tandis que les autorités allemandes et japonaises sont intervenues beaucoup plus massivement. Après ces interventions, le dollar a toutefois continué de s'apprécier pendant quelques jours, avant de céder un peu de terrain vers le milieu du mois d'août.

Il a commencé à s'affaiblir en septembre, lorsque le déficit croissant de la balance américaine des paiements courants a affecté temporairement l'opinion du marché sur les perspectives d'évolution de la monnaie américaine. De surcroît, les écarts de taux d'intérêt entre le dollar et les autres monnaies se sont rétrécis, la croissance plus lente des agrégats monétaires américains provoquant une certaine détente des taux d'intérêt aux Etats-Unis, tandis que ces taux se relevaient quelque peu en Allemagne. Dans ces circonstances, le dollar a perdu 3½% sur la base du taux de change effectif entre fin août et le 10 octobre.

Vers la fin d'octobre, toutefois, le dollar s'est raffermi de nouveau jusqu'à la mi-janvier 1984. Pendant cette période, il a progressé de 10% par rapport au deutsche mark et de 7% à l'égard du franc suisse et de la livre sterling. En revanche, le taux de change yen/dollar n'a pratiquement pas varié. Le taux de change effectif de la monnaie américaine a atteint à plusieurs reprises de nouveaux records et dépassait, à son maximum de la mi-janvier 1984, de 6% le niveau de la mi-octobre 1983 et de 54% le minimum d'octobre 1978. Cette nouvelle appréciation du dollar s'explique par un certain nombre de facteurs, notamment la nouvelle progression des taux d'intérêt américains et l'accroissement des tensions politiques au Moyen-Orient. En outre, d'autres influences ont affecté défavorablement les monnaies européennes. La reprise économique en Europe a été faible, et les perspectives de bénéfices des sociétés y ont été

moins favorables qu'aux Etats-Unis. De plus, la détérioration substantielle de la balance américaine des paiements courants n'a pas donné lieu à un important excédent en Europe. Dans le cas du deutsche mark, la faillite d'une grande banque privée allemande et des facteurs politiques intérieurs ont également joué en faveur du dollar.

Sur la période de douze mois allant de la mi-janvier 1983 à la mi-janvier 1984, le deutsche mark a été la plus faible des grandes monnaies. Pendant ce laps de temps, il s'est déprécié de 18% par rapport au dollar EU, tombant à DM 2,84, soit pratiquement à son niveau le plus bas depuis mars 1973. En termes effectifs, la dépréciation du deutsche mark a atteint 7%, son fléchissement à l'égard du dollar et du yen ayant été partiellement compensé par le réaligement opéré en mars 1983 entre les monnaies du SME. Quant au franc suisse, il a baissé de 15% par rapport au dollar pendant cette même période, mais, en termes effectifs, son recul n'a été que légèrement supérieur à 3%, du fait de son appréciation à l'égard du deutsche mark et de la plupart des autres monnaies européennes.

Vis-à-vis du dollar, la livre sterling a reculé de 14% entre janvier 1983 et janvier 1984, soit presque autant que le franc suisse, mais son taux de change effectif n'a guère varié, au total, sur l'ensemble de cette période. De plus, au cours du premier semestre de 1983, la livre a suivi une évolution assez différente de celle des autres grandes monnaies. Entre janvier et mars 1983, elle a fléchi de 10½% environ vis-à-vis du dollar et de 7½% en termes effectifs, en liaison avec la baisse des prix officiels du pétrole décidée en mars par l'OPEP. Par la suite, la livre a regagné la quasi-totalité du terrain perdu antérieurement par rapport au dollar et s'est appréciée de 12½% en termes effectifs en avril-mai, en raison de la probabilité de moins en moins grande d'autres baisses du prix du pétrole et en prévision des résultats des élections de juin. Plus tard dans l'année, elle a été affectée, comme les autres monnaies européennes, par la fermeté du dollar.

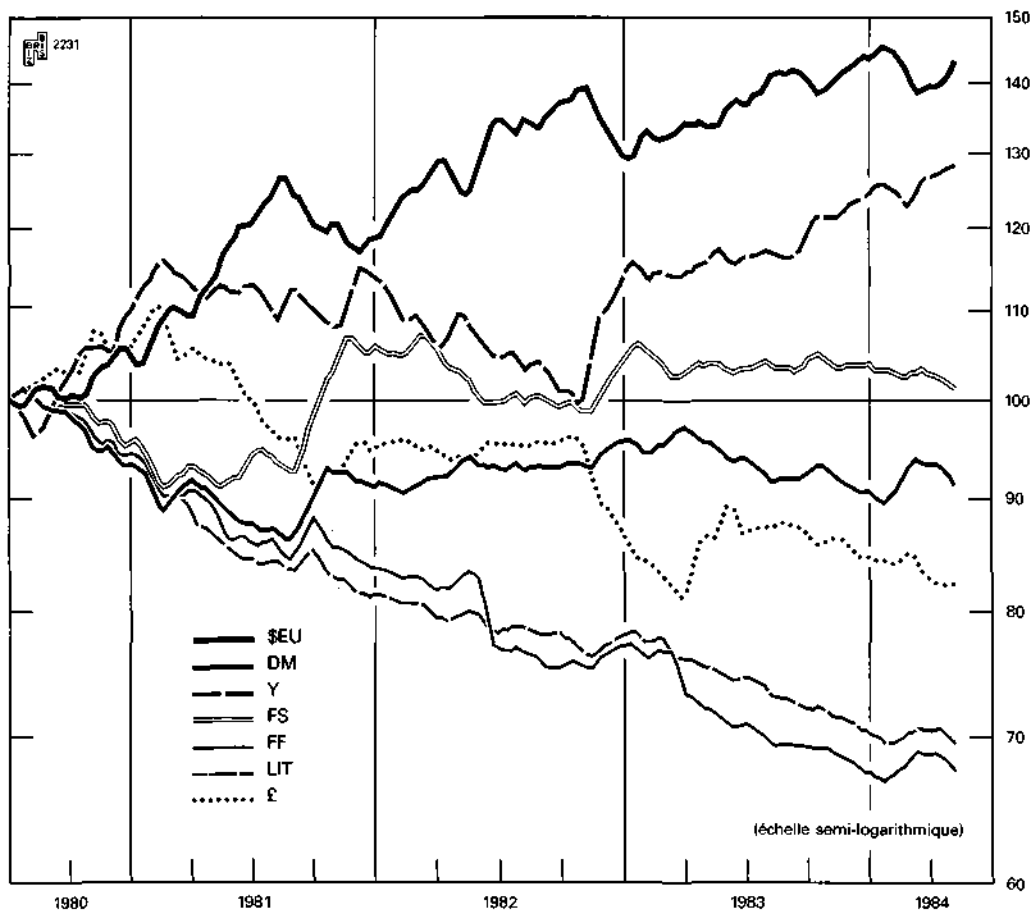
C'est le yen japonais qui s'est le moins senti de cette fermeté de la monnaie américaine en 1983. Durant la période de douze mois se terminant à la mi-janvier 1984, il n'a baissé que de 3% par rapport au dollar, alors qu'il s'est apprécié de 10% en termes effectifs. A l'égard du deutsche mark, il a progressé assez régulièrement, passant de Y 98,2 au début de janvier 1983 à Y 82,1 un an plus tard, ce qui représente son maximum depuis la seconde guerre mondiale.

Vers le milieu de janvier 1984, l'attitude du marché à l'égard du dollar a commencé à changer assez rapidement, et ce, pour diverses raisons. La plus importante a probablement été le fait qu'on commençait à douter des possibilités de financer, aux taux de change alors en vigueur, un déficit de la balance américaine des paiements courants qui, selon les prévisions, devait atteindre \$75 milliards, voire davantage, en 1984. En outre, on craignait que les déficits budgétaires courants et futurs ne finissent, avec la poursuite d'une croissance économique rapide, par raviver l'inflation aux Etats-Unis. De plus, les perspectives de reprise économique dans le reste du monde industrialisé, et notamment en Allemagne, paraissaient s'améliorer.

Dans un tel contexte, le taux de change effectif du dollar, qui avait atteint un sommet le 12 janvier, est tombé de 6½% environ en moins de deux mois. Si l'on considère son cours par rapport aux autres grandes monnaies, c'est vis-à-vis du deutsche mark, qui se raffermissait lui-même par rapport aux autres monnaies du SME, que le fléchissement du dollar a été le plus fort, avec 10½%. A l'égard du franc suisse et de la livre sterling, il a fléchi de 6½% entre la mi-janvier et le début de mars, sa baisse par rapport au yen japonais ayant été de 5%. Le recul du dollar durant la période janvier-mars 1984 a présenté la particularité d'aller de pair avec une nouvelle montée des taux d'intérêt sur cette monnaie et un élargissement des écarts de taux favorables aux placements en dollars. Cette coïncidence donne à penser que le marché était davantage enclin que précédemment à prêter attention aux perspectives d'évolution à plus long terme de la devise américaine. Les taux d'intérêt à court terme en dollars ont commencé à s'élever au début de février, et, quand le dollar, début mars, s'est situé à son niveau le plus bas, le taux de l'euro-dollar à trois mois était passé de 9,5% à plus de 10%.

Variations des taux de change effectifs dans certains pays industriels, 1980-84

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



C'est alors qu'un revirement s'est de nouveau produit sur le marché et que le dollar a recommencé à s'apprécier, les taux d'intérêt américains continuant de se raffermir devant la vigueur inattendue de la reprise économique et l'accroissement brutal des demandes de crédit. Au début d'avril, le taux d'escompte officiel de la Réserve fédérale a été relevé, les autorités soulignant ainsi leur détermination de poursuivre une politique monétaire anti-inflationniste, et, à la mi-mai, les taux de l'euro-dollar à trois mois atteignaient 11½%, dépassant ainsi de plus de deux points leur niveau du début de février. Les autres grands pays industrialisés n'ont pas suivi ce mouvement ascendant prononcé des taux d'intérêt, de sorte que, par exemple, l'écart entre les taux de l'euro-dollar et de l'euro-deutsche mark à trois mois est passé de moins de 4% au début de février à près de 6%. Dans ces conditions, entre le début de mars et la mi-mai, le dollar s'est apprécié de plus de 6% en termes effectifs, de 9½% par rapport au deutsche mark, de 8½% à l'égard du franc suisse et de 7½% par rapport à la livre sterling. Vis-à-vis du yen, toutefois, son appréciation n'a été que de 4%. En plus du mouvement ascendant des taux d'intérêt en dollars, le nouveau raffermissement de la monnaie américaine a été probablement lié à l'apparition de perturbations dans le secteur industriel en France, en Allemagne et au Royaume-Uni.

Une analyse rétrospective de l'évolution du dollar sur les marchés des changes depuis la fin de 1982 fait ressortir deux conclusions très nettes. Tout d'abord, les théories attribuant le comportement des taux de change à une seule et même cause sont infirmées par les faits. Au cours des dix-huit derniers mois, les relations entre le dollar et les autres grandes monnaies ont été influencées par différents facteurs à des moments différents; qui plus est, le même facteur, par exemple, le déficit budgétaire ou le solde négatif des paiements courants des Etats-Unis, a produit des effets différents à des moments différents.

La seconde conclusion est que, si la hausse prolongée du dollar, amorcée en 1980, touche peut-être à son terme, le niveau actuel du taux de change de la monnaie américaine pose un certain nombre de problèmes pour l'avenir. Par les distorsions qu'il introduit dans la concurrence internationale, il tend à renforcer les tendances protectionnistes, et il a également contribué à l'apparition d'une structure insoutenable de la balance américaine des paiements. Il est peu probable qu'un déficit des paiements courants américains d'un tel ordre de grandeur puisse être financé indéfiniment aux taux de change actuels; lorsque cela ne sera plus possible, ou quand les marchés se rendront compte que la situation actuelle ne peut plus durer, le taux de change du dollar pourrait connaître de nouveau une instabilité, accompagnée de perturbations sur la scène financière internationale.

Evolution des taux de change au sein du SME. Durant la période sous revue, il a été procédé à un seul réaligement des taux de change au sein du Système monétaire européen, et ce, à la fin de mars 1983. A l'origine des événements qui ont conduit à cette mesure se trouve le raffermissement, vers la fin de 1982, du deutsche mark par rapport au dollar EU, qui s'est accompagné d'une amélioration rapide de la position de la monnaie allemande au sein de la bande du SME. En décembre 1982, le mark avait rejoint le florin néerlandais au sommet de la bande, et, après les élections qui ont eu lieu en Allemagne et en France au

début de mars 1983, le franc français s'est trouvé soumis à de fortes pressions, qui ont persisté malgré l'abaissement du taux officiel d'escompte en Allemagne et aux Pays-Bas. Après une suspension d'une journée, le 21 mars, des transactions sur les marchés officiels des changes des pays du SME, le réalignement intervint: avec effet à cette date, le deutsche mark, le florin néerlandais, la couronne danoise et le franc belge étaient réévalués de 5,5%, 3,5%, 2,5% et 1,5% respectivement, tandis que le franc français et la lire italienne étaient dévalués chacun de 2,5% et la livre irlandaise de 3,5%.

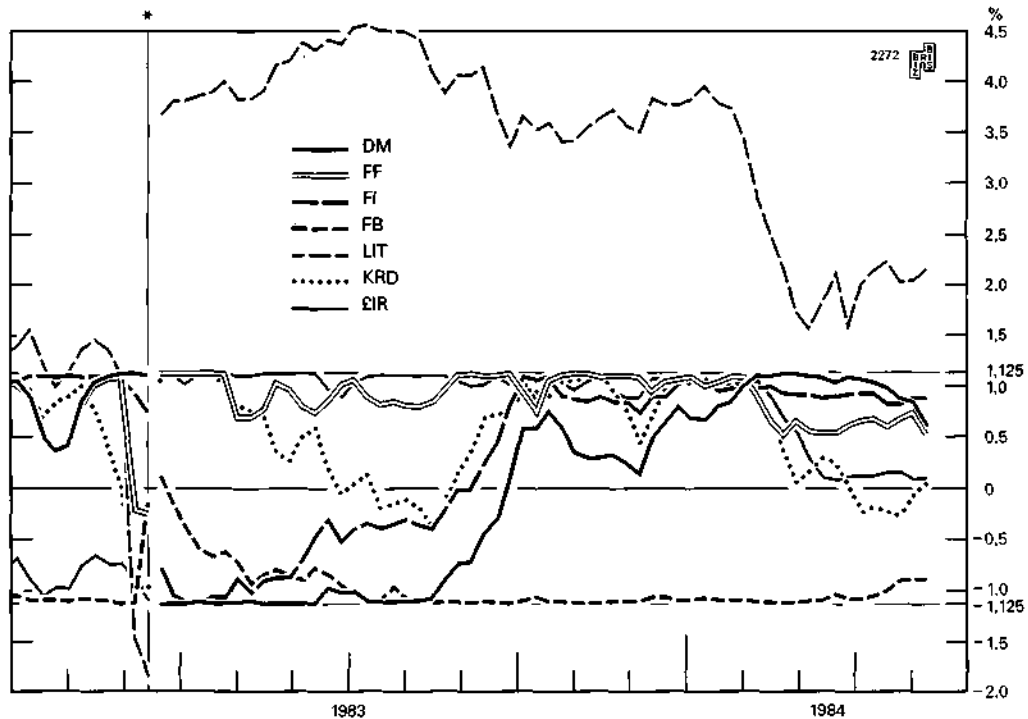
Comme lors des réalignements précédents, celui-ci a été immédiatement suivi d'un renversement de position, à l'intérieur de la bande, de la quasi-totalité des monnaies participantes. Avec le dénouement des flux spéculatifs de fonds antérieurs au réalignement, le deutsche mark et le florin néerlandais sont tombés à la limite inférieure de la nouvelle bande de fluctuation, tandis que le franc français, la couronne danoise et la livre irlandaise gagnaient leur limite supérieure et que la lire italienne montait fortement dans la moitié supérieure de sa bande élargie. Le franc belge, en revanche, a commencé très vite à fléchir par rapport à son cours-pivot, rejoignant le deutsche mark au bas de la bande en juillet. A partir de mai, la couronne danoise a amorcé un mouvement descendant, et le florin néerlandais un mouvement ascendant, vers le milieu de la bande, tandis que la lire, le franc français et la livre irlandaise restaient les monnaies les plus fortes du système.

Pendant le reste de la période sous revue, le comportement des monnaies à l'intérieur de la bande, notamment celui du deutsche mark, a été fortement influencé par l'évolution du dollar sur le marché des changes. Quand le dollar s'est affaibli en août, le deutsche mark, le florin et la couronne danoise ont tous commencé à s'apprécier, et, au début d'octobre, toutes les monnaies participantes, à l'exception du franc belge, se situaient nettement dans la moitié supérieure de la bande, où elles sont demeurées jusqu'à fin février 1984. Le nouveau raffermissement du dollar en octobre s'est accompagné d'un certain affaiblissement du deutsche mark au sein du SME jusqu'au début de décembre. Par la suite, le mark s'est remis à monter et, au début de février, il a remplacé le franc français au sommet de la bande, le florin prenant alors la deuxième position. Mais, avec le retour en force du dollar, le monnaie allemande a commencé, dans le courant d'avril, à se détacher du sommet de la bande, et, à la fin du mois, elle a cédé la première place au florin.

La fermeté momentanée du deutsche mark dans les premiers mois de 1984 ne s'est accompagnée d'aucun affaiblissement spectaculaire des autres monnaies. Le franc français et la lire italienne se sont maintenus dans la moitié supérieure de leur bande de fluctuation respective, grâce en partie à d'importantes interventions à l'intérieur des marges, et le franc belge est resté isolé dans la moitié inférieure de la bande. Au début de mars, la monnaie belge se trouvait alors à sa limite inférieure, ou à son voisinage immédiat, depuis près de dix mois, malgré deux relèvements successifs de 1% du taux d'escompte officiel de la Banque Nationale de Belgique, en novembre 1983, puis en février 1984. La faiblesse persistante du franc belge a résulté de la poursuite d'importantes sorties de capitaux, la balance des paiements courants s'étant sensiblement améliorée en 1983.

Taux de change au comptant dans le mécanisme de change du SME, 1983-84

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



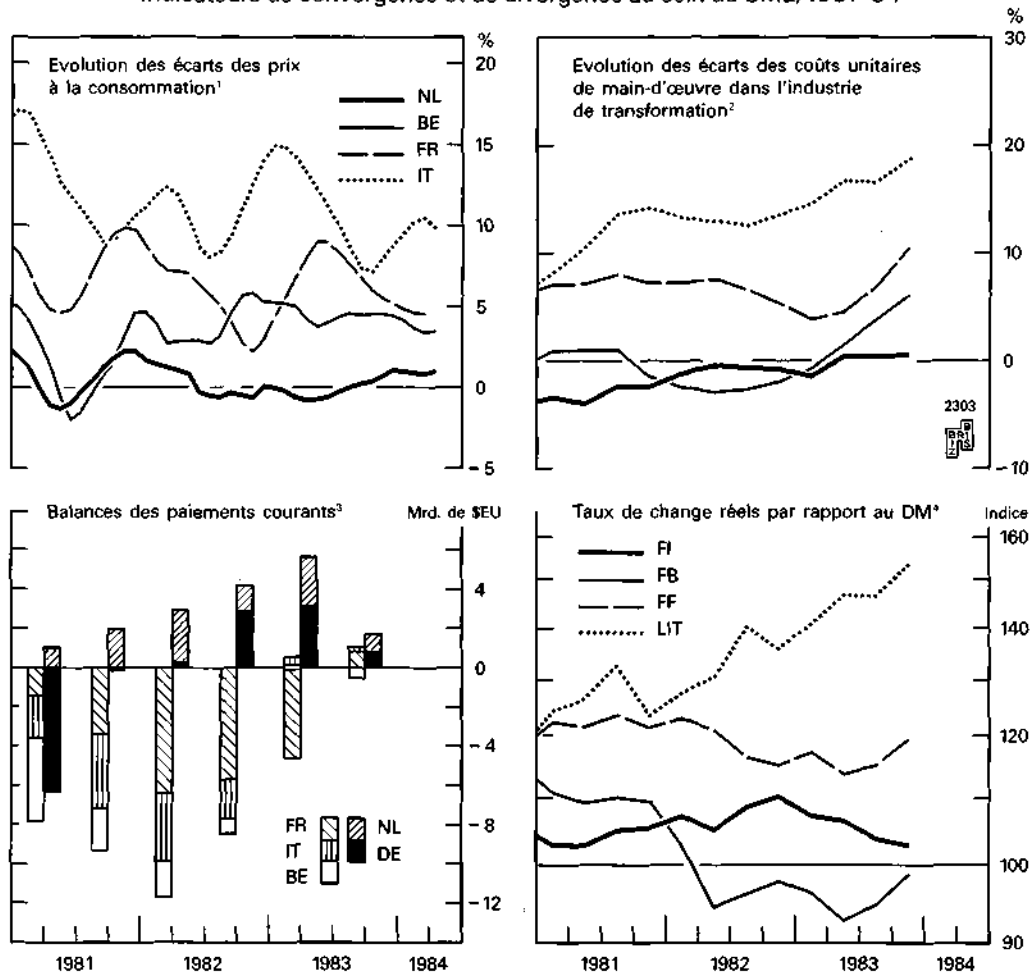
* Réalignement des cours-pivots avec effet au 21 mars 1983.

A partir de la mi-mars toutefois, les tensions sur le franc belge ont commencé à s'atténuer, et, dans le courant d'avril, il s'est progressivement détaché de sa limite inférieure de fluctuation.

A la fin de mai 1984, quatorze mois s'étaient écoulés depuis le dernier réalignement des cours-pivots, ce qui représente une des plus longues périodes de stabilité des taux de change nominaux au sein du système depuis son entrée en vigueur en mars 1979. Cette stabilité des taux s'explique par un certain nombre de facteurs. Tout d'abord, le réalignement de mars 1983 a été l'un des plus amples de l'histoire du SME, avec des modifications bilatérales des cours-pivots allant jusqu'à 9%. Ensuite, la vigueur du dollar par rapport à toutes les monnaies du SME, deutsche mark compris, pendant la majeure partie de la période écoulée depuis mars 1983 a exercé une influence stabilisatrice sur le système.

Il convient cependant d'ajouter que le système n'a pas été soumis à de fortes tensions pendant la période allant de la mi-janvier au début de mars 1984, durant laquelle le dollar s'est assez sensiblement affaibli par rapport au deutsche mark, qui est lui-même redevenu temporairement la plus forte des monnaies participantes. Cette absence de tensions sérieuses est attribuable à la réalisation d'une meilleure convergence entre les pays membres dans certains domaines économiques. Comme le montrent les graphiques de la page suivante, cette

Indicateurs de convergence et de divergence au sein du SME, 1981-84



¹ Différences entre les prix intérieurs et allemands, calculées sous forme de variations (en %) annualisées, sur six mois, des moyennes mobiles trimestrielles. ² Différences entre les coûts unitaires de main-d'œuvre intérieurs et allemands, calculées sous forme de variations (en %), sur quatre trimestres, des moyennes mobiles trimestrielles. ³ Valeurs semestrielles désaisonnalisées. ⁴ En termes de coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre dans l'industrie de transformation; indices: premier semestre 1979 = 100 (échelle semi-logarithmique).

convergence s'est manifestée tant dans l'évolution des balances des paiements que dans celle des prix. En ce qui concerne la balance des paiements courants, on a noté une amélioration considérable en 1983 de la position de la France, ainsi que des progrès moindres, mais cependant notables, en Belgique-Luxembourg, au Danemark, en Irlande et en Italie. En même temps, l'excédent des opérations courantes de l'Allemagne est resté modéré. Le réaligement des taux de change de mars 1983 au sein du système a contribué à cette convergence des positions des balances de paiements. Les graphiques font également état de certains progrès dans le sens d'une meilleure convergence des rythmes de hausse des prix à la consommation dans les pays membres.

Pour ce qui est des coûts unitaires de main-d'œuvre dans l'industrie de transformation, toutefois, les progrès réalisés dans la voie de la convergence ont

apparemment été moindres, et, récemment, les taux de change réels de la lire, du franc français et du franc belge par rapport au deutsche mark, estimés sur la base des variations des coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre, sont tous allés en s'appréciant. L'amélioration réalisée jusqu'à présent en matière de convergence des résultats économiques dans les pays membres doit donc être consolidée et étendue; reste à savoir dans quelle mesure le système de change du SME serait capable de faire face, le cas échéant, à l'éventualité d'une baisse prolongée du taux de change du dollar.

Production d'or et marché de l'or

L'évolution du marché de l'or pendant la période sous revue a été marquée par un nouveau recul des cours. Comme les espoirs d'une diminution des taux d'intérêt aux Etats-Unis et d'une baisse du dollar ne se sont pas réalisés, le redressement du cours du métal jaune, qui s'était opéré au second semestre de 1982, s'est arrêté au début de 1983, pour s'inverser en partie par la suite. Du fait de l'attrait d'autres formes de placements et de l'absence de tout signe tangible de reprise de la demande industrielle, le marché n'a pas pu absorber même des apports réduits de métal neuf sans éviter une nouvelle chute des cours. Cependant, à l'exception d'une très forte baisse durant la dernière semaine de février 1983, le recul du cours de l'or pendant la période sous revue a été d'une ampleur bien moindre qu'en 1981 et au premier semestre de 1982. De plus, la vigueur du dollar s'est traduite l'an dernier par une stabilité relative du cours de l'or exprimé dans les principales monnaies européennes. Contrairement à ce qui s'était passé antérieurement, le niveau élevé des taux d'intérêt aux Etats-Unis et la fermeté du dollar n'ont donc pas donné lieu à des liquidations massives d'encaisses métalliques; en revanche, ces facteurs ont eu indubitablement tendance à neutraliser tous les effets positifs qu'auraient pu autrement exercer les événements politiques et financiers internationaux sur les cours de l'or.

La réduction des apports d'or neuf au marché entre 1982 et 1983 a été entièrement due à la baisse des ventes des pays communistes et des transactions officielles des pays occidentaux. La production estimée d'or dans le monde (à l'exclusion de celle de l'URSS, des autres pays d'Europe de l'Est, de la Chine et

Origine et utilisation de l'or (estimations)

| Rubriques | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 |
|--|---------------------|------|-------|-------|-------|
| | en tonnes métriques | | | | |
| Production | 955 | 950 | 970 | 1.020 | 1.085 |
| Ventes des pays communistes (estimations) | 290 | 90 | 300 | 200 | 80 |
| Variations de l'encaisse officielle du monde occidental résultant de transactions sur le marché* (estimations) (= accroissement) | 620 | - 55 | - 65 | 95 | 75 |
| Total (= absorption non monétaire, estimations) | 1.865 | 985 | 1.205 | 1.315 | 1.240 |

* 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.

Production d'or dans le monde (estimations)

| Pays | 1946 | 1953 | 1970 | 1979 | 1980 | 1981 | 1982 | 1983 |
|-------------------------------------|---------------------|-------|---------|-------|-------|-------|---------|---------|
| | en tonnes métriques | | | | | | | |
| Afrique du Sud | 371,0 | 371,4 | 1.000,4 | 705,4 | 675,1 | 657,6 | 664,2 | 679,5 |
| Canada | 88,5 | 126,1 | 74,9 | 51,1 | 50,6 | 52,0 | 64,7 | 70,7 |
| Etats-Unis | 49,0 | 60,9 | 54,2 | 29,8 | 30,2 | 42,9 | 45,0 | 50,4 |
| Brésil | 4,4 | 3,6 | 9,0 | 25,0 | 35,0 | 35,0 | 35,0 | 50,0 |
| Australie | 25,6 | 33,4 | 19,3 | 18,6 | 17,0 | 18,4 | 27,0 | 32,2 |
| Philippines | - | 14,9 | 18,7 | 16,7 | 20,4 | 23,4 | 29,5 | 31,5 |
| Chili | 7,2 | 4,1 | 1,6 | 4,3 | 6,5 | 12,2 | 18,9 | 19,8 |
| Papouasie-Nouvelle-Guinée | | | 0,7 | 19,7 | 14,3 | 17,2 | 17,8 | 18,4 |
| Colombie | 13,6 | 13,6 | 6,3 | 10,0 | 17,0 | 17,7 | 15,9 | 17,9 |
| Zimbabwe | 16,9 | 15,6 | 15,6 | 12,0 | 11,4 | 11,6 | 13,4 | 14,1 |
| Ghana | 18,2 | 22,7 | 22,0 | 11,5 | 10,8 | 13,0 | 13,0 | 11,8 |
| République Dominicaine | | | - | 11,0 | 11,5 | 12,8 | 11,8 | 11,2 |
| Pérou | 4,9 | 4,4 | 3,3 | 4,7 | 5,0 | 7,2 | 6,9 | 9,9 |
| Mexique | 13,1 | 15,0 | 6,2 | 5,5 | 5,9 | 5,0 | 5,2 | 5,5 |
| Total | 612,4 | 685,7 | 1.232,2 | 925,3 | 910,7 | 926,0 | 968,3 | 1.022,9 |
| Autres pays | 53,6 | 68,3 | 38,8 | 31,2 | 37,8 | 42,5 | 49,7 | 62,1 |
| Production mondiale (estimations)* | 666,0 | 754,0 | 1.271,0 | 956,5 | 948,5 | 968,5 | 1.018,0 | 1.085,0 |

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

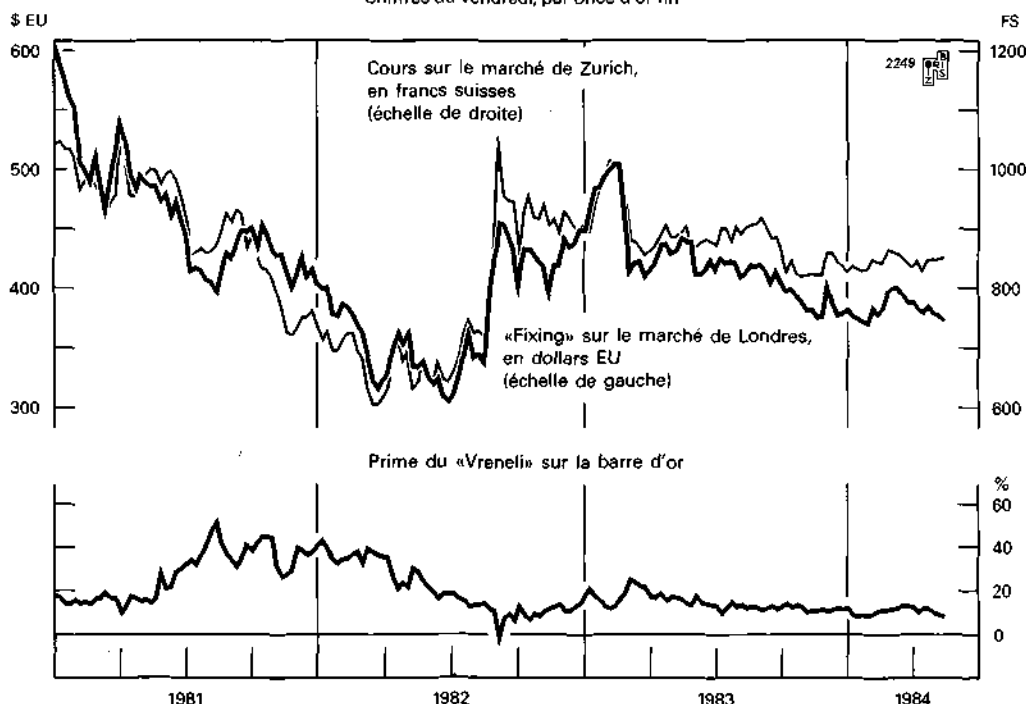
de la Corée du Nord) s'est accrue sensiblement l'an dernier, passant de 1.018 à 1.085 tonnes métriques. Cette évolution marque une accentuation de la tendance ascendante de la production qui s'était amorcée en 1981, après un recul presque ininterrompu au cours de la décennie précédente. Le total de la production d'or, l'an passé, a toutefois été encore inférieur de 14,5% au maximum de 1970.

La principale cause du recul prolongé qu'avait connu précédemment la production mondiale de métal jaune avait été le passage à l'extraction de minerai de teneur plus faible en Afrique du Sud à la suite de la hausse du cours de l'or sur le marché; au contraire, la reprise récente de la production repose sur des bases plus larges. En 1983, la production était en hausse presque partout, les pays producteurs marginaux enregistrant des augmentations supérieures à la moyenne. Parmi les principaux producteurs, les rythmes d'accroissement les plus élevés ont été notés au Brésil (+43%) et en Australie (+19%). La progression de la production sud-africaine en 1983 a été, en revanche, inférieure à 2,5%, l'augmentation de la quantité de minerai traité dans ce pays continuant à être en partie neutralisée par la baisse de sa teneur moyenne. Aussi la part de l'Afrique du Sud s'est-elle encore réduite l'an dernier, tombant à 63% du total estimé de la production mondiale d'or, alors qu'elle avait atteint le record de 79% en 1970.

Les ventes d'or (estimées) des pays communistes ont fortement diminué entre 1982 et 1983, revenant de 200 à 80 tonnes. L'amélioration de la situation de la balance des paiements et la faiblesse du prix de l'or ont entraîné une forte réduction des ventes de métal jaune de l'URSS. Les ventes, également estimées, d'or provenant des encaisses officielles occidentales se sont aussi légèrement

Cours de l'or sur le marché en dollars EU et en francs suisses, 1981-84

Chiffres du vendredi, par once d'or fin



contractées, de 95 tonnes en 1982 à 75 tonnes. La baisse des encaisses-or officielles, l'an dernier, a été due, et au-delà, à trois pays, le Portugal et les Philippines (qui ont vendu chacun 50 tonnes) puis les Etats-Unis (qui ont réduit leur encaisse-or de 20 tonnes). En revanche, et contrairement à 1982, deux grands pays endettés, le Brésil et le Mexique, ont renforcé leur encaisse-or de 12 tonnes et de 7 tonnes respectivement, tandis que Taïwan a accru son stock de 12 tonnes. En outre, la Hongrie a presque entièrement récupéré les 32 tonnes qu'elle avait vendues en 1982, tandis que la Colombie a encore renforcé ses réserves d'or (+ 12 tonnes). Au Brésil et en Colombie, l'augmentation des encaisses-or officielles correspond essentiellement à une absorption d'or produit dans le pays, bien que dans le cas du Brésil la majeure partie des 50 tonnes d'or produites l'an dernier semble avoir été vendue sur le marché.

Cette évolution a eu pour résultat net de réduire de 1.315 tonnes à 1.240 tonnes le volume total estimé de l'or disponible pour l'absorption non monétaire. Cette réduction des apports n'a toutefois pas empêché une nouvelle érosion du cours du métal. En fait, la baisse du niveau des ventes des pays communistes en 1983 tient elle-même en partie à un affaiblissement de la demande. De plus, quel que soit le volume total de l'or qui parvient effectivement sur le marché, la publicité donnée aux ventes d'or officielles a tendance, surtout à une époque marquée par de graves difficultés d'endettement et où les marchés financiers à terme jouent un rôle croissant, à exercer une influence dépressive sur le marché. Il n'en reste pas moins que les causes les plus importantes de la faiblesse du cours de l'or l'an dernier ont été la persistance de taux

d'intérêt élevés aux Etats-Unis et la fermeté du dollar, qui l'ont emporté sur toute influence à la hausse qu'auraient pu avoir les perturbations politiques et financières survenues dans le monde.

L'année 1983 s'était ouverte sur un cours, au fixing du marché de Londres, légèrement supérieur à \$450 l'once, les cotations étant remontées d'un cours minimum d'un peu moins de \$300 au milieu de 1982, sous l'influence conjointe de la baisse des taux d'intérêt en dollars et des préoccupations suscitées par la situation financière internationale. Le mouvement de hausse des cours s'est poursuivi pendant les premières semaines de l'année, les cotations atteignant \$511,50 l'once le 15 février 1983, cours le plus élevé de l'année et supérieur de près de 70% au minimum de la mi-1982. Devant la baisse des prix du pétrole, une très forte réaction s'est produite, qui a fait descendre les cours du marché, à un moment donné, en dessous de \$400 l'once, fin février. Le marché s'est stabilisé quelque temps entre \$410 et \$440, alors qu'on ne discernait aucune tendance définie sur le dollar, ni sur les taux d'intérêt américains. En avril, le cours a atteint \$443 l'once lors d'une séance, par suite des événements du Liban et des préoccupations causées par les problèmes des paiements extérieurs du Brésil; il est resté proche de ce niveau jusqu'à la fin de mai. Puis le raffermissement ultérieur du dollar, ainsi que le mouvement de hausse des taux d'intérêt américains, ont entraîné un recul du cours de l'or qui a fléchi à \$400,25 au fixing de Londres du 7 juin. Il s'est ensuite tenu nettement au-dessus du niveau de \$400 pendant tout l'été, atteignant \$430 l'once en juillet quand la demande a été stimulée par la réapparition des préoccupations sur les problèmes d'endettement des pays en développement.

Après l'été, la remontée des taux d'intérêt américains et du dollar ont de nouveau exercé une influence dominante sur le marché. Le cours de l'or est tombé au-dessous de \$400 l'once au début d'octobre, et, le 21 novembre, un creux de \$374 a été atteint. Après une reprise de courte durée qui l'a porté légèrement au-dessus de \$400, le cours a repris son mouvement de baisse, jusqu'à ce que les cotations reviennent à un minimum de \$364 l'once, le 9 janvier 1984, niveau le plus faible depuis août 1982. La baisse tant attendue du dollar, qui est alors intervenue, a entraîné une certaine reprise des cours du métal jaune, et, au début de mars, le cours au fixing du marché de Londres passait au-dessus de \$400 l'once, sous l'effet des préoccupations suscitées par l'éventualité d'une interruption des approvisionnements en pétrole du Moyen-Orient. A la mi-mars, toutefois, les cours étaient redescendus en dessous du niveau de \$400 et, comme les taux d'intérêt américains remontaient, les cotations se sont repliées début mai à \$375 l'once environ.

Réserves et liquidités internationales

L'évolution de la liquidité internationale en 1983 n'a pas revêtu globalement un caractère uniforme, que ce soit par groupe de pays ou sur la base des diverses composantes qui permettent d'évaluer la liquidité internationale dans sa définition large. Si l'on considère la liquidité internationale brute au sens étroit des réserves monétaires, on constate que les réserves globales non

métalliques des divers pays, qui avaient fléchi en 1981 et 1982, se sont accrues l'an dernier; par contre, la valeur de l'encaisse-or a diminué, en liaison avec le nouvel affaiblissement du cours de l'or sur le marché. En ce qui concerne la liquidité internationale nette, c'est-à-dire les réserves moins les engagements extérieurs, les réserves autres que l'or ont moins augmenté que l'endettement bancaire extérieur dans la plupart des pays d'Amérique latine, ainsi que dans les pays développés de moindre importance. D'autre part, la position de liquidité internationale nette des pays en développement d'Asie non membres de l'OPEP s'est améliorée.

En plus des réserves monétaires officielles, la liquidité internationale dans son sens plus large comprend également les facilités de crédit international, c'est-à-dire les ressources pouvant être mises à la disposition des pays pour financer leur déficit des paiements. Là encore, l'évolution enregistrée n'a revêtu aucun caractère uniforme l'an dernier. Le montant total des facilités officielles de crédit international s'est renforcé en 1983, du fait de l'entrée en vigueur du huitième relèvement général des quotes-parts au FMI; mais, dans le même temps, un clivage assez net est apparu sur le marché du crédit bancaire international. En général, aucun nouveau crédit bancaire n'a été consenti aux pays d'Amérique latine, si ce n'est en liaison avec des crédits conditionnels du FMI, tandis que le reste du monde, à quelques exceptions près, est demeuré en mesure d'accroître son endettement à l'égard du système bancaire international.

Enfin, on note une amélioration généralisée en 1983 du ratio des réserves autres que l'or par rapport aux importations, tant dans les pays développés que dans les pays en développement. Mais, dans certaines parties du monde en développement, notamment en Amérique latine et en Afrique, cette amélioration a résulté de nouvelles compressions des importations dictées par l'urgence et ne peut donc guère être qualifiée de renforcement de la position de liquidité internationale de ces pays.

Si l'on examine plus en détail l'évolution des réserves l'an dernier, il apparaît que le montant total déclaré des réserves non métalliques des divers pays, qui avait fléchi de \$48 milliards en dollars courants durant les deux années précédentes, a augmenté de \$15,7 milliards, pour s'inscrire à \$381 milliards à la fin de 1983. Cette modeste progression de 4% des réserves globales non métalliques, à laquelle tous les groupes de pays importateurs de pétrole ont participé, est intervenue en même temps qu'une baisse de 4,5% de la valeur unitaire en dollars des produits faisant l'objet d'échanges internationaux. Par conséquent, en termes réels, la croissance des réserves non métalliques a été plus forte que ne le laisseraient supposer les chiffres nominaux. D'autre part, puisque le volume du commerce mondial ne s'est accru dans le même temps que de 2%, il y a donc eu, l'an dernier, une amélioration généralisée des ratios «réserves/importations».

La faiblesse des cours en dollars des produits faisant l'objet d'échanges internationaux était liée en partie à la nouvelle hausse du dollar sur les marchés des changes, ce qui a également réduit la valeur, en dollars courants, des actifs

de réserve (or exclu) libellés dans des monnaies autres que le dollar. Calculé à taux de change constants en dollars, l'accroissement du total des réserves non métalliques est donc ressorti, l'an dernier, à près de \$30 milliards.

A l'inverse de l'accroissement des réserves non métalliques, il résulte de la baisse de 15% l'an dernier du cours de l'or sur le marché (ainsi que de la légère diminution de l'encaisse-or totale) que la valeur, aux cours du marché, des réserves d'or globales des divers pays, qui s'était accrue de \$43,7 milliards en 1982, a fléchi de \$63,5 milliards en 1983. Il n'est cependant pas possible de mesurer l'incidence globale de cette évolution sur la liquidité internationale. La baisse du prix de l'or a principalement affecté les réserves des pays industriels, qui détiennent l'essentiel des stocks d'or officiels. Pour les pays en développement non membres de l'OPEP, la diminution de la valeur totale de leurs réserves d'or a été notablement inférieure à l'accroissement de la valeur en dollars courants de leurs autres actifs de réserve.

Si l'on examine les diverses *catégories d'actifs de réserve*, on constate que la croissance en 1983 des réserves non métalliques des pays a été due en majeure partie aux positions de réserve au FMI, qui se sont renforcées de \$12,9 milliards en dollars courants. Cette évolution a résulté en partie du relèvement des quotes-parts au FMI et en partie de l'expansion de ses opérations de prêt. En dollars courants, les nouvelles souscriptions aux quotes-parts ont accru de \$5,9 milliards le montant total des positions de réserve au Fonds, le reliquat de \$7 milliards étant dû à ses opérations de prêt (conjointement à d'autres transactions relativement mineures telles que le solde des versements et paiements d'intérêts).

Le relèvement des quotes-parts au FMI dans le cadre de la huitième révision générale est entré en vigueur à la fin de novembre 1983, lorsque le nombre des pays l'ayant ratifié a représenté 70% du total des quotes-parts au Fonds. A la fin de l'année dernière, plus de 97% de l'ensemble des relèvements avaient été souscrits, augmentant ainsi de DTS 27,4 milliards le montant total des quotes-parts au Fonds, porté à DTS 88,5 milliards. Dans le même temps, les limites d'accès des pays au crédit du Fonds, fixées en pourcentage de la quote-part, ont été abaissées de manière à laisser pratiquement inchangés les montants pouvant être normalement tirés par les pays au titre des quotes-parts élargies.

Le montant total net des nouveaux tirages effectués sur le FMI en 1983 s'est chiffré à DTS 12,1 milliards, soit un nouveau record annuel, dont 80% (soit DTS 9,7 milliards) de tirages nets opérés par les pays en développement non membres de l'OPEP. Dans ce groupe, les plus gros prélèvements nets ont été faits par le Brésil (DTS 2,4 milliards), l'Inde (DTS 1,5 milliard), l'Argentine (DTS 1,3 milliard) et le Mexique (DTS 1 milliard). Pour la première fois depuis 1973, les pays de l'OPEP ont effectué d'importants tirages nets sur le Fonds l'an dernier (DTS 1 milliard, l'Indonésie entrant pour plus de 60% dans ce total). Les tirages nets des pays développés ont atteint en tout DTS 1,3 milliard, dont DTS 0,4 milliard pour le Portugal ainsi que pour la Yougoslavie et DTS 0,3 milliard pour la Hongrie. Parallèlement à ce recours massif aux ressources du Fonds, on a noté un accroissement marqué en 1983 des engagements de

prêts du Fonds, qui sont passés de DTS 14,1 milliards à DTS 22,9 milliards. Les nouvelles facilités de crédit les plus importantes ont été accordées au Brésil, au Mexique et à l'Argentine. A la fin de l'année, les soldes non utilisés au titre des engagements de prêts s'élevaient au total à DTS 12,4 milliards.

Les principales monnaies utilisées pour financer les opérations de prêt nettes du Fonds l'an dernier ont été le dollar EU (DTS 5,3 milliards) et le rial d'Arabie Saoudite (DTS 1,7 milliard). Les tirages nets en DTS ont atteint au total DTS 2,6 milliards. Une part substantielle du montant global des tirages effectués l'an dernier sur le Fonds a été financée à l'aide de ressources empruntées à l'Arabie Saoudite et à certains pays industriels. En outre, les lignes de crédit mises à la disposition du Fonds se sont notablement accrues en décembre 1983, en raison de l'augmentation, de quelque DTS 6,4 milliards à DTS 17 milliards, des engagements de crédits globaux des pays participant aux Accords généraux d'emprunt. Parallèlement à l'accroissement des AGE, l'Arabie Saoudite a accordé au Fonds une nouvelle ligne de crédit de DTS 1,5 milliard devant être utilisée pour les mêmes fins et dans les mêmes conditions que les lignes de crédit AGE. En outre, en avril 1984, de nouvelles lignes de crédit d'un montant total de DTS 6 milliards ont été consenties au FMI par l'Arabie Saoudite, la BRI, le Japon et la Belgique.

Alors que les positions de réserve au FMI se sont renforcées, le montant total des avoirs en DTS des divers pays a, au contraire, fléchi de \$4,5 milliards en 1983, les tirages en DTS effectués sur les lignes de crédit du Fonds ayant été plus que compensés par l'affectation de \$6,3 milliards de DTS à la souscription des nouvelles quotes-parts.

En dehors des variations des positions de réserve au Fonds et des avoirs en DTS, les mouvements globaux des autres catégories d'actifs de réserve non métalliques ont été assez limités. En dollars courants, les avoirs officiels globaux en devises et en Ecus ne se sont accrus que de \$3,7 milliards et \$3,6 milliards respectivement. Mesurés à taux de change constants en dollars, ces accroissements ressortent en revanche à \$10,7 milliards et \$8,3 milliards respectivement. L'augmentation, l'an dernier, des réserves de change a fait suite à un fléchissement (en dollars courants) de \$21,8 milliards en 1982.

En ce qui concerne la *composition géographique* de la croissance des réserves non métalliques en 1983, les pays du Groupe des Dix, dont les réserves avaient diminué de \$35 milliards au cours des deux années précédentes, ont enregistré un accroissement de \$8,8 milliards. Aux Etats-Unis, ces mêmes réserves ont accusé une légère contraction l'an dernier, une augmentation de \$3,7 milliards de leurs avoirs en DTS et de leur position de réserve au FMI ayant été plus que compensée par une réduction de \$3,9 milliards de leurs réserves en devises. Cette baisse des avoirs en devises des Etats-Unis a résulté principalement de trois transactions: rachat du reliquat de \$1,7 milliard des bons Carter demeurant en circulation; dénouement, à concurrence de \$1,6 milliard, d'opérations de swap en monnaies avec le Mexique et le Brésil; utilisation d'une contre-valeur de \$0,7 milliard de soldes en deutsche marks et en yens pour financer une partie du relèvement de la quote-part des Etats-Unis au FMI.

Variations des réserves globales, 1981-83

| Zones et périodes | Encaisses-or | | Avoirs en devises | Positions de réserve au FMI | DTS | Ecus | Total (à l'exclusion de l'or) |
|--|------------------------|---|----------------------|-----------------------------------|-------|--------|----------------------------------|
| | en millions d'onces | en milliards de dollars EU ¹ | | | | | |
| Pays du Groupe des Dix | | | | | | | |
| 1981 | - 0,5 | -140,4 | - 11,6 | 2,3 | 2,3 | - 13,6 | - 20,6 |
| 1982 | - 0,3 | 35,4 | - 10,8 | 3,3 | 1,8 | - 8,4 | - 14,1 |
| 1983 | - 0,7 | - 49,4 | 1,5 | 7,2 | - 3,1 | 3,2 | 8,8 |
| Montants à fin 1983 | 738,4 | 281,7 | 98,1 | 24,9 | 11,2 | 44,2 | 178,4 |
| Autres pays développés | | | | | | | |
| 1981 | - 3,1 | - 19,9 | - 2,7 | - 0,2 | 0,4 | - 0,2 | - 2,7 |
| 1982 | - 2,8 | 3,3 | 0,4 | - 0,5 | - 0,2 | - | - 0,3 |
| 1983 | - 0,5 | - 6,3 | 3,0 | 1,0 | - 0,4 | 0,4 | 4,0 |
| Montants à fin 1983 | 92,0 | 35,1 | 40,0 | 2,2 | 1,0 | 0,8 | 44,0 |
| Pays en développement non membres de l'OPEP² | | | | | | | |
| 1981 | 1,1 | - 13,4 | 1,1 | - 0,3 | 0,8 | - | 1,6 |
| 1982 | - 1,7 | 2,8 | 0,2 | - 0,2 | - 1,3 | - | - 1,3 |
| 1983 | - 0,4 | - 5,0 | 8,5 | 0,2 | - 0,3 | - | 8,4 |
| Montants à fin 1983 | 72,4 | 27,7 | 79,8 | 1,9 | 1,2 | - | 82,9 |
| Ensemble des pays importa- teurs de pétrole | | | | | | | |
| 1981 | - 2,5 | -173,7 | - 13,2 | 1,8 | 3,5 | - 13,8 | - 21,7 |
| 1982 | - 4,8 | 41,5 | - 10,2 | 2,6 | 0,3 | - 8,4 | - 15,7 |
| 1983 | - 1,6 | - 60,7 | 13,0 | 8,4 | - 3,8 | 3,6 | 21,2 |
| Montants à fin 1983 | 902,8 | 344,5 | 217,9 | 29,0 | 13,4 | 45,0 | 306,3 |
| Pays de l'OPEP³ | | | | | | | |
| 1981 | 1,6 | - 7,1 | - 1,8 | 1,5 | 0,5 | - | 0,2 |
| 1982 | 0,4 | 2,2 | - 11,6 | 0,7 | 0,2 | - | - 10,7 |
| 1983 | 0,1 | - 2,8 | - 9,3 | 4,5 | - 0,7 | - | - 5,5 |
| Montants à fin 1983 | 42,8 | 16,3 | 61,6 | 12,0 | 1,7 | - | 75,3 |
| Ensemble des pays | | | | | | | |
| 1981 | - 0,9 | -180,8 | - 15,0 | 3,3 | 4,0 | - 13,8 | - 21,5 |
| 1982 | - 4,4 | 43,7 | - 21,8 | 3,3 | 0,5 | - 8,4 | - 26,4 |
| 1983 | - 1,5 | - 63,5 | 3,7 | 12,9 | - 4,5 | 3,6 | 15,7 |
| Montants à fin 1983 | 945,6 | 360,8 | 279,5 | 41,0 | 15,1 | 45,0 | 380,6 |

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, Oman et Trinidad et Tobago.

Les réserves (or exclu) des autres pays du Groupe des Dix se sont accrues de \$9 milliards en 1983. Leurs avoirs en devises et en Ecus se sont renforcés de \$5,4 milliards et \$3,2 milliards respectivement, alors que l'expansion de \$3,3 milliards de leurs positions de réserve au FMI se trouvait largement compensée par la réduction de \$2,9 milliards de leurs avoirs en DTS.

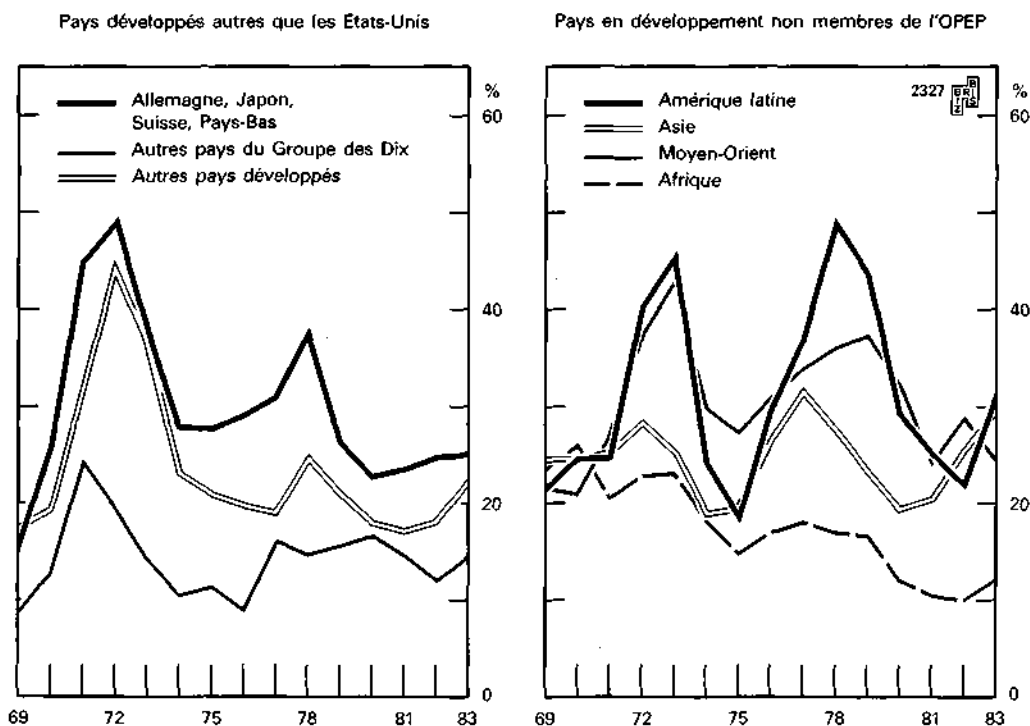
Les gains de réserves des pays du Groupe des Dix autres que les Etats-Unis se sont largement concentrés sur l'Italie (\$6 milliards) et la France (\$3,3 milliards), ces deux pays ayant compensé des pertes de réserves encourues au cours des années précédentes. Les gains de réserves de l'Italie et de la France ont été essentiellement déterminés par la demande, en ce sens que, dans l'un et l'autre de ces pays, le secteur public a emprunté massivement à l'étranger, soit de manière directe, soit par l'entremise du secteur bancaire national. La situation a été similaire en Belgique et en Suède, qui, malgré le déficit de leur balance des paiements courants, ont enregistré des gains de réserves de \$0,8 milliard et

\$0,5 milliard respectivement. Parmi les pays du Groupe des Dix ayant dégagé un excédent des paiements courants en 1983, seul le Japon et le Canada ont renforcé notablement leurs réserves (+\$1,3 milliard et +\$0,5 milliard respectivement). Par contre, l'Allemagne et le Royaume-Uni laissent apparaître des pertes de réserves de \$2,1 milliards et \$1 milliard respectivement.

Les réserves non métalliques des «Autres pays développés» ont augmenté de \$4 milliards en 1983, après avoir fléchi de \$3 milliards durant les deux années précédentes. Le plus gros gain a été le fait de l'Australie (\$2,5 milliards), où des entrées substantielles de capitaux se sont produites jusqu'à ce que les autorités décident, le 12 décembre 1983, de laisser flotter leur monnaie. Le Danemark a également enregistré un fort accroissement (\$1,4 milliard) de ses réserves autres que l'or. En outre, un certain nombre de pays à revenu inférieur au sein de ce groupe ont rattrapé, en totalité ou en partie, les pertes qu'ils avaient encourues l'année précédente: les réserves non métalliques de la Hongrie se sont renforcées de \$0,5 milliard en 1983, après une contraction de même ampleur en 1982; pour la Turquie, elles ont augmenté de \$0,3 milliard, après un recul de \$0,4 milliard; enfin, en Yougoslavie, un gain de \$0,2 milliard a succédé à une perte de \$0,8 milliard en 1982.

Dans le groupe des pays en développement non membres de l'OPEP, malgré les difficultés de financement extérieur auxquelles se sont trouvés confrontés nombre d'entre eux, le montant total des réserves autres que l'or, qui

Ratios des réserves non métalliques aux importations de marchandises de certains groupes de pays, 1969-83



dans l'ensemble ne s'était pas accru au cours des trois années précédentes, s'est renforcé de \$8,4 milliards en 1983. Cet accroissement a consisté en totalité en apports aux avoirs en devises. Dans une large mesure, les gains de réserves se sont concentrés sur un nombre limité de pays d'Asie sans endettement net envers le système bancaire international. Les réserves de la Chine se sont élevées de \$3,5 milliards, celles de Taïwan de \$3,3 milliards et celles du Pakistan et de l'Inde de \$1 milliard et \$0,6 milliard respectivement. Les Philippines, par contre, ont perdu \$0,9 milliard, soit plus de la moitié de leurs réserves. L'évolution la plus spectaculaire a certainement été l'augmentation de \$3,1 milliards des réserves du Mexique, qui a compensé les pertes subies lors de la crise de 1982. En ce qui concerne les autres pays d'Amérique latine, le Brésil et le Chili ont enregistré de modestes gains, mais les réserves de la Colombie et de l'Argentine ont fléchi de \$2 milliards et \$1,3 milliard respectivement.

Tant en Asie qu'en Amérique latine, les ratios «réserves/importations» des pays en développement non membres de l'OPEP se sont améliorés l'an dernier, pour des raisons différentes cependant. En Asie, où le ratio est passé de quelque

Ratios des réserves non métalliques à l'endettement bancaire extérieur de certains groupes de pays, 1978-83¹

| Groupes | Ratio des réserves à l'endettement d'un an maximum | Ratio des réserves à l'endettement total |
|--|--|---|
| | en fin de période, en % | |
| Pays développés extérieurs à la zone déclarante de la BRI | | |
| 1978 | 89,1 | 36,5 |
| 1979 | 92,8 | 35,0 |
| 1980 | 83,7 | 31,8 |
| 1981 | 66,3 | 26,5 |
| 1982 | 59,1 | 23,9 |
| 1983 juin | 53,0 | 21,4 |
| Pays en développement non membres de l'OPEP² | | |
| 1978 | 109,2 | 45,6 |
| 1979 | 96,7 | 41,2 |
| 1980 | 68,3 | 32,0 |
| 1981 | 56,7 | 26,7 |
| 1982 | 48,9 | 22,8 |
| 1983 juin | 53,7 | 24,6 |
| <i>dont:</i> | | |
| <i>Amérique latine</i> | | |
| 1978 | 85,2 | 31,1 |
| 1979 | 76,6 | 29,4 |
| 1980 | 47,6 | 20,9 |
| 1981 | 35,3 | 15,5 |
| 1982 | 20,5 | 9,0 |
| 1983 juin | 21,8 | 9,5 |
| <i>autres pays en développement non membres de l'OPEP</i> | | |
| 1978 | 140,7 | 72,4 |
| 1979 | 124,2 | 62,1 |
| 1980 | 101,1 | 53,0 |
| 1981 | 92,1 | 48,8 |
| 1982 | 96,7 | 49,6 |
| 1983 juin | 108,5 | 54,3 |

¹ Endettement envers les banques de la zone déclarante de la BRI.

² A l'exclusion des centres offshore.

25% à près de 30%, l'amélioration a été due principalement aux gains de réserves. En Amérique latine, où la position de liquidité internationale a continué d'être généralement très précaire, les ratios «réserves/importations» se sont néanmoins redressés beaucoup plus nettement en 1983, de 21,8% à plus de 30%. Mais, à l'exception des importants gains de réserves du Mexique, ce redressement a résulté de nouvelles réductions des importations ramenées à des niveaux qui ne sauraient être maintenus à plus long terme. Pour obtenir un indicateur plus significatif de la position de liquidité internationale en Amérique latine, il est préférable de se référer au ratio «réserves/endettement extérieur»; dans la plupart des pays d'Amérique latine, ce ratio est demeuré très faible en 1983, malgré l'accès limité de ces pays au crédit bancaire international.

Les réserves non métalliques déclarées des pays de l'OPEP ont de nouveau fléchi en 1983 (-\$5,5 milliards), après des pertes de \$10,7 milliards en 1982. Cependant, les données sur les réserves en devises de l'OPEP sont incomplètes, étant donné que les derniers chiffres disponibles pour l'Iran et l'Irak remontent à 1980 et à 1977 respectivement. Le déficit global des paiements courants des pays de l'OPEP ne s'est que légèrement élargi en 1983, mais sa répartition par pays a été fort différente. L'excédent antérieur des paiements courants des pays à faible capacité d'absorption a fait place à un déficit, tandis que le déficit des pays à forte capacité d'absorption s'est réduit sous l'effet des programmes d'ajustement interne. Etant donné toutefois que les pays à faible capacité d'absorption n'ont éprouvé aucune difficulté à se procurer des ressources auprès du système bancaire international, la détérioration de leur solde des paiements courants ne s'est reflétée qu'en partie dans les variations des réserves.

Parmi les pays à faible capacité d'absorption, l'Arabie Saoudite a enregistré en 1983 une contraction de \$2,3 milliards de ses réserves autres que l'or, soit une baisse légèrement inférieure à celle de l'année précédente. Au Koweït, également, les réserves non métalliques ont fléchi de \$0,7 milliard, après s'être cependant accrues de \$1,8 milliard en 1982. La réduction des déficits des paiements courants des pays de l'OPEP à forte capacité d'absorption s'est traduite en 1983 par des pertes de réserves moins fortes qu'en 1982. Au Nigeria et en Algérie, les pertes enregistrées sur les réserves autres que l'or sont revenues d'une année sur l'autre de \$2,3 milliards et de \$1,3 milliard respectivement à seulement \$0,6 milliard et \$0,5 milliard respectivement. L'Indonésie et le Venezuela, qui avaient perdu \$1,9 milliard et \$1,6 milliard en 1982, ont accru de \$0,6 milliard et \$1 milliard leurs réserves l'an passé.

En ce qui concerne la *répartition des réserves en devises* sur les divers marchés et par monnaie, les avoirs officiels identifiés en dollars détenus aux Etats-Unis par des non-résidents se sont accrus de \$6,4 milliards en 1983, tandis que les réserves en devises détenues sur l'euro-marché et sur les marchés nationaux hors des Etats-Unis ont fait apparaître, dans l'ensemble, un nouveau fléchissement (-\$7,2 milliards). Toutefois, la baisse des réserves officielles en devises détenues hors des Etats-Unis ne s'est poursuivie que jusqu'au milieu de l'année. Les dépôts officiels en euro-monnaies, en particulier, qui s'étaient réduits de \$10,5 milliards au premier semestre de 1983 – portant ainsi leur baisse cumulée

depuis la fin de 1980 à \$52,7 milliards, soit à plus de 40% – ont été reconstitués à hauteur de \$4,6 milliards au second semestre. En outre, la quasi-totalité de la réduction de \$1,3 milliard des réserves en devises détenues sur les marchés nationaux extérieurs aux Etats-Unis s'est produite au premier semestre. La principale raison du retournement a probablement été l'évolution des fonds de l'OPEP. Au premier semestre de 1983, les dépôts de l'OPEP (tant officiels que privés) auprès de banques sises hors des Etats-Unis se sont contractés de \$16,2 milliards, alors qu'au second la diminution s'est pratiquement interrompue. Ce retournement s'explique également par le fait que les gains de réserves des pays importateurs de pétrole, l'an passé, ont été beaucoup plus importants au second semestre qu'au premier.

Structure des placements des réserves en devises, 1981-83

| Rubriques | Flux | | | | Encours à fin 1983 |
|---|----------------------------|-------|-------------------------|--------------------------|--------------------------|
| | 1981 | 1982 | 1er semestre 1983 | 2ème semestre 1983 | |
| | en milliards de dollars EU | | | | |
| 1. Dépôts auprès de banques situées dans des pays européens ¹ , au Canada et au Japon: | | | | | |
| a) sur les marchés nationaux | - 1,4 | - 3,8 | - 1,2 | - 0,1 | 10,9 |
| Deutsche marks | - 1,6 | - 0,8 | - 0,4 | - 0,5 | 1,5 |
| Francs suisses | 1,1 | - 1,3 | - 0,4 | - | 1,0 |
| Yens | 0,8 | - 0,4 | - 0,5 | 0,2 | 4,7 |
| Livres sterling | - 0,9 | - 0,1 | 0,2 | 0,2 | 2,2 |
| Francs français | - 0,8 | - 0,2 | 0,1 | - 0,1 | 0,5 |
| Autres monnaies | - | - 1,0 | - 0,2 | 0,1 | 1,0 |
| b) sur l'euro-marché | -17,6 | -24,6 | -10,5 | 4,6 | 74,3 |
| Dollars | - 8,7 | -12,3 | -11,0 | 2,6 | 50,5 |
| Deutsche marks | - 5,4 | - 6,9 | 0,5 | 1,5 | 13,9 |
| Francs suisses | - 1,1 | - 3,0 | - 0,4 | - 0,1 | 3,6 |
| Yens | - | - 0,8 | 0,6 | 0,8 | 2,5 |
| Livres sterling | - 1,1 | - 0,6 | 0,2 | - 0,3 | 0,4 |
| Francs français | - 0,8 | - 1,4 | - | - 0,1 | 0,3 |
| Autres monnaies | - 0,5 | 0,4 | - 0,4 | 0,2 | 3,1 |
| 2. Dépôts auprès de certaines succursales offshore des banques américaines ² | - 0,6 | - 1,8 | - 0,1 | 0,2 | 3,3 |
| Total 1 + 2 | -19,6 | -30,2 | -11,8 | 4,7 | 88,5 |
| dont: en dollars | - 9,2 | -14,0 | -10,9 | 2,9 | 53,4 |
| en autres monnaies | -10,4 | -16,2 | - 0,9 | 1,8 | 35,1 |
| 3. Réserves en devises identifiées comme étant détenues aux Etats-Unis (= engagements déclarés des Etats- Unis envers des autorités monétaires étrangères), à l'exclusion des dollars ayant fait l'objet d'opérations de swap contre Ecus | 4,9 | 2,8 | 1,8 | 4,6 | 163,6 |
| 4. Divers | - 0,3 | 5,6 | 1,0 | 3,4 | 27,4 |
| Total des réserves en devises | -15,0 | -21,8 | - 9,0 | 12,7 | 279,5 |

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 îles Caïmans, à Panama, à Hong Kong et à Singapour.

La contraction des fonds officiels sur l'euro-marché n'a porté que sur les dépôts en dollars (-\$8,4 milliards), tandis que le montant des euro-dépôts libellés en d'autres monnaies s'est renforcé de \$2,5 milliards en dollars courants, soit d'environ \$5 milliards à taux de change constants. De surcroît, l'appréciation du dollar par rapport aux autres monnaies, l'an dernier, est essentiellement à l'origine de la baisse des dépôts officiels sur les marchés nationaux hors des Etats-Unis. Contrairement à ce qui s'était passé au cours des deux années précédentes, les variations dans la composition par monnaie des réserves en devises en 1983 n'apparaissent donc pas avoir amplifié les pressions à la hausse sur le dollar. L'augmentation des placements officiels dans les compartiments non-dollars de l'euro-marché s'est limitée aux dépôts en euro-deutsche marks (près de \$4 milliards en dollars constants) et en euro-yens (\$1,3 milliard).

Si l'on examine la situation de la liquidité internationale telle qu'elle se présentait au printemps de 1984, on peut distinguer en gros trois groupes de pays. Le premier comprend certains pays industriels, ainsi que les membres de l'OPEP à faible capacité d'absorption. Ces pays bénéficient d'une position de liquidité internationale confortable. Leurs réserves officielles sont actuellement plus que suffisantes, leur cote de crédit internationale est très élevée et leurs engagements liquides envers l'étranger ne présentent aucun problème, bien que dans les centres à monnaie de réserve secondaire ces engagements constituent un facteur qui doit toujours être pris en compte par les autorités. Le deuxième groupe, à l'autre extrémité de l'échelle, est composé des pays, situés principalement en Amérique latine et en Afrique, dont la position de liquidité internationale est incontestablement insuffisante. Leurs réserves effectives ainsi que leur cote de crédit sur les marchés internationaux sont très basses, cependant que leurs ratios «réserves/importations» et «réserves/endettement» sont défavorables. Entre ces deux groupes se situent tous les autres pays. Dans beaucoup d'entre eux, le ratio «réserves/endettement» est actuellement faible par référence au passé; mais leur cote de crédit internationale demeure intacte, tant et si bien que leur situation de liquidité actuelle peut être qualifiée d'adéquate, même si certains sont potentiellement vulnérables à de nouvelles augmentations de leur endettement extérieur.

Dans un tel contexte, le déficit de la balance américaine des paiements courants est actuellement en train de renforcer considérablement, trimestre après trimestre, les créances nettes du reste du monde sur les Etats-Unis, sous forme liquide essentiellement. Pour l'instant, le déficit américain n'a pas fortement accru les réserves officielles du reste du monde, puisqu'il a été essentiellement financé par des entrées de capitaux privés. Si le volume des flux de fonds privés se dirigeant vers les Etats-Unis venait à diminuer, voire à s'inverser, les réserves officielles du reste du monde augmenteraient, ipso facto, de manière sensible. Tout d'abord, les interventions sur le marché des changes se traduiraient par un renforcement des réserves en dollars des pays industriels, y compris celles des centres de réserve secondaires; et, ensuite, la liquidité du système bancaire international s'accroîtrait, ce qui entraînerait vraisemblablement des gains de réserves dans un certain nombre de pays dont la capacité d'endettement demeure intacte. En tout état de cause, le déficit des Etats-Unis

n'exercera qu'une incidence limitée sur la situation de liquidité de la plupart des pays lourdement endettés pouvant difficilement obtenir de nouveaux crédits bancaires. Toute amélioration significative de leur situation de liquidité ne pourra provenir que de la restauration d'une situation soutenable de leur balance des paiements et de l'amélioration de leur cote de crédit internationale.

VIII. ACTIVITÉS DE LA BANQUE

1. Assistance financière aux banques centrales

Le Rapport de l'an dernier rendait compte de l'assistance financière, d'une ampleur sans précédent, accordée par la BRI à un certain nombre de banques centrales et qui avait alors reçu une large publicité. Cette activité s'est fortement réduite au cours de l'exercice sous revue, puisque, à fin novembre, tous les crédits mentionnés l'an passé se trouvaient remboursés. Il convient de rappeler que ces diverses facilités avaient été accordées avec l'appui d'un nombre différent de banques centrales et qu'elles visaient explicitement à fournir des crédits-relais à certaines banques centrales en proie à de graves problèmes de liquidité, pendant ce qu'on peut appeler la première phase aiguë de la crise financière internationale.

Le résumé suivant complète ainsi le compte rendu présenté sous cette rubrique dans le Rapport de l'an dernier. Il ne fait état que des facilités spéciales impliquant la coopération d'un certain nombre de banques centrales et ne mentionne donc pas les opérations de crédit plus habituelles, effectuées par la Banque en son propre nom et à ses propres risques, qui ne font, en général, pas l'objet de publicité.

En août 1982, la Banque du Mexique avait bénéficié d'une facilité de \$EU 925 millions, qui devait être mise à disposition en trois tranches, parallèlement à un crédit de même montant octroyé directement par les autorités monétaires américaines; pour cette opération, la BRI avait reçu l'appui d'un nombre important de banques centrales. Les politiques mises en œuvre par les autorités mexicaines dans le cadre du programme de stabilisation du FMI ont contribué au renversement de la balance commerciale du Mexique. L'excédent ainsi dégagé et l'apport de ressources du FMI ont permis de renforcer considérablement les avoirs en devises de la Banque du Mexique, qui a ainsi, sans difficulté, été en mesure d'effectuer un modeste remboursement anticipé à la BRI, puis de régler le solde de son engagement à l'échéance prévue au mois d'août 1983.

Le crédit-relais en faveur de la banque centrale du Brésil s'élevait au total à \$EU 1.450 millions et bénéficiait du soutien d'un groupe important de banques centrales et des autorités monétaires américaines. Les premiers remboursements furent effectués avant la fin du précédent exercice de la Banque. Cependant, l'impossibilité pour le Brésil de réaliser les objectifs du FMI ayant entraîné une suspension des versements du Fonds, la banque centrale de ce pays a informé la BRI qu'elle ne serait pas en mesure dorénavant d'honorer les remboursements prévus. Comme il était difficile de fixer de nouveaux délais tant que les négociations entre les autorités brésiliennes et le FMI se poursuivaient et comme la BRI ne désirait pas accepter formellement un ajournement indéfini des obligations de cette banque centrale, elle décida, sans consentir à une prolongation officielle des échéances, de ne pas en appeler aux banques

centrales parties à l'accord ni de faire jouer leurs garanties. Cette décision fut prise à la suite d'informations encourageantes transmises par le Fonds sur le déroulement de ses négociations. En fait, à la fin de novembre, date initiale de la dernière échéance, ces négociations avaient abouti, ce qui a permis au FMI de reprendre ses versements au Brésil. Ainsi, malgré les difficultés rencontrées pour respecter les échéances des divers remboursements, la banque centrale du Brésil a pu rembourser la totalité du crédit-relais de la BRI à la dernière date d'échéance.

La facilité de \$EU 500 millions accordée à la Banque Nationale de Yougoslavie était également garantie par un groupe de banques centrales, parmi lesquelles les autorités monétaires américaines. Un montant de \$EU 300 millions fut versé assez rapidement; mais les conditions régissant le versement du solde de \$EU 200 millions n'ont pu être satisfaites qu'à la mi-septembre, lorsqu'une solution fut trouvée aux problèmes liés aux clauses de sûreté négative dont était assortie la garantie-or. Grâce à l'octroi de crédits intergouvernementaux et aux versements du FMI, la Banque Nationale a pu rembourser complètement la facilité à la mi-novembre.

Le fait que toutes les facilités spéciales mises sur pied en 1982-83 ont été remboursées durant l'année civile 1983 ou sont venues à expiration sans avoir été utilisées (Argentine) ne signifie pas pour autant que les problèmes d'endettement international sont résolus, ni que la BRI n'a plus d'intérêt dans cette question. Cela indique, cependant, que le type de traitement d'urgence des interventions de la BRI ne s'impose plus. Comme le souligne la Conclusion du présent Rapport, la solution de ces problèmes passe par le retour à la confiance à plus long terme dans les économies des emprunteurs et par la mise à leur disposition de fonds assortis d'échéances adéquates. La BRI n'est pas l'instance appropriée pour la réalisation de tels objectifs; en particulier, ses ressources représentant un élément essentiellement liquide des réserves des banques centrales, elles ne peuvent pas être immobilisées dans des prêts à moyen ou à long terme. Dans certaines limites cependant, et moyennant les garanties nécessaires, la Banque peut jouer un rôle indirect en aidant le FMI à accomplir sa mission, à savoir promouvoir l'ajustement et fournir des aides financières dans le cadre de programmes de stabilisation.

A cet égard, il convient de rappeler qu'en 1981, au titre du programme élargi de financement du FMI, la Banque avait mis à la disposition de celui-ci, avec l'appui de dix banques centrales, une facilité stand-by d'un montant total de DTS 675 millions. L'objet de cette ligne de crédit était d'aider le Fonds à couvrir, si nécessaire, une insuffisance momentanée de ses ressources dans l'attente de la réalisation de la huitième révision des quotes-parts. Cette facilité a été intégralement utilisée et tous les tirages doivent être remboursés au plus tard en janvier 1985.

La perspective, pour le Fonds, d'octroyer des prêts beaucoup plus importants au titre de sa politique d'«accès élargi», où ses ressources propres sont

confortées par des capitaux empruntés, a accru l'écart entre les montants de prêts que le Fonds s'engage à faire et les ressources empruntées disponibles à cet effet. Pour couvrir ce surplus d'engagements, le Fonds a eu recours à des emprunts auprès d'autorités monétaires. Là encore, la BRI n'a pas été seulement le point de rencontre entre les banques centrales des pays industrialisés, mais aussi l'organe avec lequel le Fonds a conclu un important accord de prêt. Dix-sept banques centrales se sont jointes à la Banque pour consentir une facilité de DTS 2.505 millions, cependant que les autorités monétaires de deux autres pays accordaient DTS 495 millions dans le cadre d'accords bilatéraux, portant ainsi à DTS 3 milliards le montant total de la facilité, à laquelle s'ajoute un engagement analogue pris par la Saudi Arabian Monetary Agency. Le Fonds peut effectuer des tirages sur la ligne de crédit BRI pendant une période de douze mois à compter du 30 avril 1984. Tous les tirages devront, pour ce qui les concerne, être remboursés dans un délai maximum de deux ans et demi.

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, 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. 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, 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 Etats-Unis, le Japon, la Norvège, la Suède et la Suisse); un groupe est chargé d'examiner périodiquement les politiques monétaires menées par les Etats membres et leur coordination au niveau communautaire, et également d'étudier spécialement certaines questions, par exemple, en 1983, les implications de l'évolution des finances publiques pour les politiques économiques menées dans les pays de la CEE.

Comme au cours des années précédentes, ces comités et groupes se sont réunis à de nombreuses reprises en 1983–84, 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 1983–84, 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;
- d'examiner, suite au réalignement des cours-pivots de mars 1983, certains aspects du fonctionnement du système, notamment les techniques d'intervention et les modalités des réalignements;
- 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, le Comité des gouverneurs a participé, en mars 1984, à l'établissement d'un bilan des cinq premières années d'existence du SME et a entrepris une étude sur les questions soulevées par les activités des banques centrales de la CEE sur les marchés de l'Ecu privé.

Le Groupe des experts informaticiens des banques centrales des pays du Groupe des Dix, dont la BRI continue d'assurer le secrétariat, a consacré une part importante de ses travaux à l'étude des réseaux de télétransmission spécialisés dans l'acheminement de messages financiers et de paiement; il s'est plus particulièrement attaché à répertorier et analyser les problèmes de sécurité et de compatibilité que pourrait faire naître la multiplication de ce type de réseaux dans le secteur bancaire. Le Groupe a, en outre, entamé un examen des implications, pour les banques centrales, d'un recours de plus en plus généralisé à l'informatique distribuée.

La Banque assure également le secrétariat du Groupe d'experts sur les systèmes de paiement. Durant l'année écoulée, celui-ci a poursuivi ses travaux dans deux directions: il a pris un certain nombre de mesures aptes à favoriser l'échange, entre les banques centrales, des informations les plus significatives sur l'évolution que connaissent à l'heure actuelle les moyens et systèmes de paiement dans la majorité des pays du Groupe des Dix; il a également entamé une analyse des relations interbancaires en matière de paiements et, dans un premier temps, prêté une attention particulière à la question des risques. Enfin, il a engagé une révision du livre sur les systèmes de paiement dans onze pays développés.

Les banques centrales des pays du Groupe des Dix ont accompli de nouveaux progrès, au cours de l'exercice écoulé, dans l'extension de leurs déclarations de statistiques à la banque de données de la BRI. Non seulement les données macro-économiques ont été sensiblement accrues, mais, en outre, la transmission automatique des chiffres sur les euro-monnaies est en bonne voie de réalisation. 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, il est procédé actuellement à un examen détaillé des dispositions prises pour la transmission de données par le réseau de télécommunications établi avec le centre informatique de la BRI. En attendant que la banque de données devienne pleinement opérationnelle, une attention particulière est accordée aux questions concernant la rapidité de la transmission des données et le contrôle de leur qualité, qui constituent deux des principaux sujets de préoccupation que comporte l'élaboration d'un service dont bénéficieront les banques centrales participantes.

3. Opérations du Département Bancaire

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes au 31 mars 1984, contrôlés par les commissaires-vérificateurs, figurent à la fin du présent Rapport; tous deux sont exprimés en francs or.*

* *

*

* 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.

| | |
|--|---------------------|
| Au 31 mars 1984, le total du bilan s'élève à | F or 21.276.333.080 |
| alors que, au 31 mars 1983, il atteignait | F or 20.357.855.817 |
| L'augmentation est de | F or 918.477.263 |

Cette hausse aurait été légèrement plus importante sans la dépréciation de valeur, exprimée en franc or, de la plupart des monnaies autres que le dollar EU.

Le total du bilan est resté très stable au cours de cet exercice, puisqu'il a généralement évolué entre 21 et 22 milliards de francs or. Il a toutefois atteint un maximum de 22.568 millions de francs or au 31 décembre 1983 et un minimum de 20.868 millions au 31 janvier 1984. A l'exception de la baisse sensible observée entre ces deux dates, les mouvements mensuels ont été de faible ampleur. La part des monnaies, à l'exclusion donc des ressources en or, par rapport à l'ensemble des ressources constituant le total du bilan, progresse quelque peu et atteint 76,4%, contre 74,6% à la fin de l'exercice précédent.

Comme le montre le tableau suivant, les modifications du total du bilan, observées à la fin des trois derniers exercices (1982-84), ont été de faible amplitude. Les mouvements des exercices précédents (1980-81) étaient nettement plus marqués.

BRI: évolution du total du bilan au cours des cinq 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 |
| 1984 | 21.276 | + 918 | + 5 |

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, gardé par la Banque pour le compte de divers déposants.
A la fin de cet exercice, son volume équivalait à 1.232 millions de

francs or, en baisse de 409 millions. Il atteignait 1.290 millions de francs or au 31 mars 1982 et 1.641 millions au 31 mars 1983.

PASSIF (COMPOSITION DES RESSOURCES)

BRI: évolution de la composition des ressources
au cours des cinq 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 |
| 1984 | 1.088 | 19.805 | 383 | 21.276 |

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 1983-84 F or 477.552.793

contre 457,2 millions de francs or; un transfert de 20,4 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* F or 21.530.055

Le montant n'en a pas été modifié depuis la fin de l'exercice 1981-82.

4) *Fonds de réserve libre*

après répartition du bénéfice net de 1983-84 F or 263.330.236
contre 232,7 millions de francs or. Il a été recommandé d'affecter une somme de 30,6 millions à ce fonds par prélèvement sur le bénéfice.

Le montant total des réserves, après répartition du bénéfice 1983-84, est ainsi porté à F or 792.483.397

Il s'élevait à 741,5 millions de francs or au début de l'exercice. On note donc une augmentation de 51 millions, lesquels ont été imputés au bénéfice, alors que, à la fin de chacun des trois exercices précédents, un montant de 50 millions de francs or avait été attribué aux réserves.

c) Le poste «Divers» s'établit à F or 366.213.911
contre 317,8 millions de francs or, soit une augmentation de 48,4 millions.

d) Compte de profits et pertes *avant* répartition F or 67.492.877
correspondant au bénéfice net de l'exercice 1983-84.

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 16.492.877 francs or, contre 15.826.173 francs or pour l'exercice précédent, est prélevée sur le bénéfice net au titre du dividende de 145 francs suisses par action payable le 1er juillet 1984; elle figure au passif du bilan. En 1983, le montant du dividende payé par action s'élevait à 135 francs suisses.

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 |
|--|--------------------------|--------|-------------|
| | 1983 | 1984 | |
| | en millions de francs or | | |
| Dépôts des banques centrales | 18.474 | 19.178 | + 704 |
| Dépôts des autres déposants | 513 | 627 | + 114 |
| Total | 18.987 | 19.805 | + 818 |

L'augmentation des ressources résulte des dépôts reçus tant de banques centrales que d'autres déposants. La progression des dépôts des banques centrales représente la différence entre des apports nets en monnaies et une réduction des dépôts en or. La hausse des dépôts des autres déposants est due

aux nouveaux apports reçus d'organisations internationales, alors que des emprunts effectués sur le marché à court terme ont été remboursés. Ces derniers constituaient une part relativement importante, à la fin de l'exercice précédent, des ressources reçues d'autres déposants.

La part des dépôts des banques centrales par rapport à l'ensemble des ressources représente maintenant 96,8%, contre 97,3% au 31 mars 1983.

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 |
| | 1983 | 1984 | | 1983 | 1984 | | 1983 | 1984 | |
| | en millions de francs or | | | | | | | | |
| A vue | 4.355 | 4.225 | - 130 | 1.096 | 346 | - 750 | 5.451 | 4.571 | - 880 |
| A 3 mois au maximum | 145 | 141 | - 4 | 12.049 | 13.679 | +1.630 | 12.194 | 13.820 | +1.626 |
| A plus de 3 mois | - | - | - | 1.342 | 1.414 | + 72 | 1.342 | 1.414 | + 72 |
| Total | 4.500 | 4.366 | - 134 | 14.487 | 15.439 | + 952 | 18.987 | 19.805 | + 818 |

Les dépôts à vue en or et en monnaies sont en baisse; les dépôts à terme en monnaies, en particulier ceux ayant encore au maximum trois mois à courir, indiquent une hausse sensible. Du développement de ce poste résulte pratiquement la progression de l'ensemble des ressources.

Compte tenu de l'évolution des diverses rubriques montrées dans le tableau ci-dessus, on constate que:

- la part des dépôts en or par rapport au total des ressources représente maintenant 22%, contre 23,7% et celle des dépôts en monnaies 78%, contre 76,3% à la fin de l'exercice précédent;
- l'ensemble des dépôts à vue est de 23,1%, contre 28,7%, celui des dépôts à terme 76,9%, contre 71,3%.

a) Dépôts en or F or 4.366.219.991

On constate une baisse relativement importante des dépôts à vue, et sensiblement moins forte des dépôts à terme.

b) Dépôts en monnaies F or 15.439.219.779

En augmentation de 952 millions de francs or ou 6,6%, alors que l'exercice précédent avait enregistré une hausse de 10,7%.

Comme déjà mentionné, la nouvelle progression est entièrement due à celle des dépôts à terme. Les fonds à vue, qui étaient en hausse sensible à la fin de l'exercice 1982-83, sont nettement moins élevés à la clôture de cet exercice.

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 | |
|---------------------------|--------------------------|--------|--------|--------|-------------|-------|
| | 1983 | | 1984 | | | |
| | en millions de francs or | | | | | |
| Avoirs à vue | | | | | | |
| Or | 5.184 | | 5.049 | | - 135 | |
| Monnaies | 17 | 5.201 | 11 | 5.060 | - 6 | - 141 |
| Bons du Trésor | | | | | | |
| Monnaies | | 474 | | 757 | | + 283 |
| Dépôts à terme et avances | | | | | | |
| Or | 21 | | 19 | | - 2 | |
| Monnaies | 12.751 | 12.772 | 13.513 | 13.532 | + 762 | + 760 |
| Titres à terme | | | | | | |
| Monnaies | | 1.884 | | 1.909 | | + 25 |
| Total | | | | | | |
| Or | 5.205 | | 5.068 | | - 137 | |
| Monnaies | 15.126 | 20.331 | 16.190 | 21.258 | + 1.064 | + 927 |

a) Or F or 5.049.253.599

Le poste diminue de 135 millions de francs or. Ce mouvement résulte entièrement d'une réduction des ressources à vue. De l'or placé sur le marché a été remboursé.

b) Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue F or 10.911.458
contre 16,5 millions de francs or au 31 mars 1983.

c) Bons du Trésor F or 756.966.277
Ce portefeuille progresse de 283 millions de francs or en raison, principalement, de l'achat de bons émis par le Trésor des Etats-Unis.

d) Dépôts à terme et avances F or 13.532.492.317
contre 12.772 millions de francs or, soit un accroissement de 760 millions.

Tandis que l'exercice précédent avait été marqué par une progression exceptionnelle des facilités octroyées à diverses banques centrales, on note maintenant une baisse sensible de ces dernières. En effet, comme on l'a indiqué au début de ce chapitre, les principaux crédits que la Banque avait accordés ont été remboursés au cours de l'exercice.

e) Titres à terme F or 1.908.883.064
contre 1.884 millions de francs or, soit une augmentation modeste.

4. Bénéfice net et répartition

Les comptes du cinquante-quatrième exercice clos le 31 mars 1984 font apparaître un excédent net d'exploitation de 67.934.268 francs or, contre 66.643.810 francs or au titre du précédent exercice. L'amélioration constatée dans le résultat financier pour l'exercice sous revue est due à l'augmentation du volume des fonds mis à la disposition de la Banque aux fins de placement, tandis que le rendement des fonds propres de la Banque détenus en monnaies a été un peu plus faible qu'en 1982-83.

L'excédent net d'exploitation est indiqué après déduction de 15.354.329 francs or au titre des frais d'administration, dont la diminution par rapport au chiffre de l'exercice précédent (15.869.433 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 très peu augmenté.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 441.391 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels. A la suite de ce transfert, le bénéfice net atteint 67.492.877 francs or, contre 65.826.173 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 67.492.877 francs or de la manière suivante:

- i) une somme de 16.492.877 francs or est affectée au paiement d'un dividende de 145 francs suisses par action;
- ii) un montant de 20.400.000 francs or est transféré au Fonds de réserve générale;
- iii) un montant de 30.600.000 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 1984 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1984.

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 1984 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

Au cours de l'exercice 1983-84, les sommes reçues par la Banque pour le service du seul emprunt en cours — l'emprunt garanti 5¼% (15ème série) 1961-86, d'un montant nominal de FLUX 100.000.000, correspondant à 977.000 francs or au taux en vigueur à fin mars 1984 — se sont élevées à l'équivalent d'environ 11.000 francs or au titre des intérêts et d'environ 67.000 francs or au titre de l'amortissement. Le montant dû en principal s'est ainsi trouvé ramené, à la fin de l'exercice, à l'équivalent d'environ 144.000 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 1983 au 31 mars 1984, ces interventions ont atteint un volume global de plus de 5 milliards d'Ecus;

- les règlements 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 apport 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 1984, le volume global des Ecus ainsi émis par le Fonds s'élevait à plus de 52 milliards d'Ecus, soit environ 45 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 3 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 et en mars 1981, 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 1983–84, la Banque, en sa qualité d'Agent du Fonds, a perçu de la France et de l'Italie et a réparti aux bailleurs de fonds de la CEE les montants dus pour le service des intérêts et les commissions sur les emprunts non remboursés. La plus grande partie des emprunts contractés par la Communauté économique européenne entre 1976 et 1977 était amortie à la date du 31 mars 1984. En effet, par rapport à un ensemble initial qui portait sur \$EU 1,6 milliard et DM 0,5 milliard, le solde ne s'élevait plus à cette date qu'à \$EU 300 millions; ce montant, représentant la seconde tranche (au taux d'intérêt de 7,75%) d'un emprunt de \$EU 500 millions, a été remboursé par l'Italie le 1er juin 1984.

Par ailleurs, la Communauté a accordé à la République française, par Décision du Conseil des Communautés européennes du 16 mai 1983 et dans le cadre du Règlement (CEE) No 682/81 aménageant le mécanisme des emprunts communautaires destinés au soutien des balances des paiements des Etats membres, un prêt d'un montant de 4 milliards d'Ecus ou sa contre-valeur en d'autres devises; les quatre opérations financières liées à ce prêt, effectuées au cours des mois de juillet et août 1983, sont les suivantes:

1. Emission publique de «notes» à taux d'intérêt variables (LIBOR + ½%), à échéance de sept ans et d'un montant de \$EU 1.800 millions.
2. Emission publique de «bearer notes» à taux d'intérêt fixes (11%), à échéance de quatre ans et d'un montant de \$EU 350 millions.
3. Emission publique d'obligations en Ecus, à taux d'intérêt fixes et d'un montant total d'Ecus 150 millions, en trois tranches, à savoir:
 - Ecus 80 millions à échéance de quatre ans et à 11½%,
 - Ecus 40 millions à échéance de sept ans et à 11¼%,
 - Ecus 30 millions à échéance de dix ans et à 11½%.
4. Crédit bancaire syndiqué à taux d'intérêt variables (LIBOR + ¾%), à échéance de sept ans et d'un montant de \$EU 1.240 millions, sous forme de deux versements (\$EU 650 millions et \$EU 590 millions).

Par suite des opérations liées à l'emprunt communautaire de la CEE de 4 milliards d'Ecus, l'encours des emprunts et prêts de la CEE visés dans les Règlements (CEE) Nos 397/75 et 682/81 s'établissait, au 31 mars 1984, à

Ecus 150.000.000,- et \$EU 3.690.000.000,- résultant des opérations en faveur de la France, à l'exception desdits \$EU 300.000.000,- remboursables par l'Italie.

7. Modifications dans la composition du Conseil d'administration

Le 1er juillet 1983, M. Robert Leigh-Pemberton a succédé à Lord Richardson of Duntisbourne au poste de Gouverneur de la Banque d'Angleterre et l'a remplacé au sein du Conseil en qualité d'administrateur d'office.

Lors de la séance du Conseil du 12 juillet 1983, le Président a annoncé que M. Leigh-Pemberton avait nommé, conformément à l'article 27(2) des Statuts, Lord Richardson of Duntisbourne membre du Conseil, pour occuper le siège laissé vacant par le départ de Lord O'Brien of Lothbury à la fin de juin 1983. Le Président a également exprimé la satisfaction du Conseil de voir que Lord Richardson, administrateur d'office depuis juillet 1973, continuera de siéger au Conseil. La nomination de Lord Richardson valait à l'origine pour la période non expirée du mandat de Lord O'Brien prenant fin le 6 mai 1984, mais, à la séance d'avril, il a de nouveau été nommé pour une période de trois ans par M. Leigh-Pemberton, conformément à l'article 27(2) des Statuts.

M. Bengt Dennis, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 31 mars 1984, a été réélu, lors de la séance du Conseil du 13 mars 1984, conformément à l'article 27(3) des Statuts, pour une nouvelle période de trois ans expirant le 31 mars 1987.

* *
 *

La Banque a appris avec un profond regret le décès de M. Emmanuel Monick, survenu le 23 décembre 1983. M. Monick avait été Gouverneur de la Banque de France et administrateur d'office au sein du Conseil d'octobre 1944 à janvier 1949.

CONCLUSION

La persistance d'un niveau élevé de chômage dans la plupart des pays industriels et l'endettement international constituent assurément les deux problèmes majeurs auxquels se trouvent confrontés aujourd'hui les responsables de la politique économique. Certes, ces deux problèmes ont des origines fort différentes et requièrent donc l'application d'un traitement spécifique. D'un autre côté, ils sont l'un et l'autre le résultat d'évolutions à long terme et ne sauraient donc se prêter à des actions rapides. Une chose est sûre cependant: ni l'un ni l'autre ne pourra être durablement résolu tant que le monde industriel occidental ne connaîtra pas une croissance régulière et modérée; en l'absence d'une telle croissance, ces difficultés risquent même de s'aggraver au point de devenir incontrôlables.

Fort heureusement, l'année écoulée a peu à peu confirmé la bonne nouvelle: le mouvement de reprise est à présent bien engagé dans la majeure partie de la zone OCDE. L'objectif essentiel de la politique économique du monde industrialisé devrait être de transformer cette reprise en un mouvement de croissance durable et équilibrée, l'accent étant mis également sur ces deux termes. La reprise ne devrait pas s'interrompre prématurément; mais il ne faudrait pas non plus la laisser se développer sous des formes qui, sans nécessairement briser net son élan, provoqueraient en fin de compte une récession encore plus profonde et plus déstabilisatrice que celle dont le monde est en train de sortir à grand-peine. Nous devons en effet nous garder de toute illusion: les fluctuations conjoncturelles, c'est-à-dire la succession de phases ascendantes et descendantes de l'activité économique, demeurent une caractéristique de l'économie de marché — mais il importe au plus haut point de savoir si le prochain renversement de tendance se produira plus ou moins tard et s'il s'agira d'une récession normale, inévitable et relativement brève, ou bien d'une alternance «surchauffe-dépression» ou, pire encore, d'une récession de type «structurel».

Pour qu'aucune de ces hypothèses extrêmement néfastes ne se réalise, il importe de se pencher avec une attention particulière sur trois sujets de préoccupation étroitement interdépendants. Tout d'abord, le regain possible des tensions inflationnistes. Ensuite, les facteurs qui entravent la formation de capital fixe des entreprises ou qui l'orientent principalement vers des investissements économisant de la main-d'œuvre. Enfin, le niveau des taux d'intérêt en dollars, avec ses répercussions sur la croissance, les balances des paiements, les taux de change et la charge financière de l'endettement extérieur. Le premier de ces sujets devrait préoccuper la quasi-totalité des pays; le deuxième revêt plus d'importance pour l'Europe que pour les Etats-Unis ou le Japon; quant au troisième, s'il présente également un intérêt général, sa prise en charge relève de la responsabilité des Etats-Unis.

Le recul de l'inflation a été sensible dans la plupart des pays industriels, et, dans certains cas, spectaculaire. En effet, dans bon nombre de pays, la hausse des prix est maintenant inférieure à ce qu'elle était pendant la première année

de la précédente reprise conjoncturelle, et, parfois même, elle n'a jamais été aussi faible depuis le milieu des années soixante. Ce mouvement semble cependant s'être interrompu; de plus, certains signes montrent, directement et indirectement, que les taux d'inflation anticipés demeurent supérieurs au rythme actuel de la hausse des prix. Toute réaccélération sensible de l'inflation compromettrait en soi, et par les mesures correctives qu'elle nécessiterait, la poursuite de la reprise. Comme l'expérience l'a prouvé en maintes occasions, c'est au stade actuel du cycle conjoncturel que les responsables de la politique économique devraient se préoccuper du problème de l'inflation, et l'aborder, par conséquent, en termes préventifs, au lieu d'attendre d'être acculés ultérieurement à des mesures anti-inflationnistes d'un coût social nécessairement fort élevé.

Une attitude préventive passe d'abord et surtout par le maintien des politiques monétaires prudentes qui ont permis d'inverser, ces derniers temps, avec le succès que l'on sait, les tendances inflationnistes. Etant donné que la vitesse de circulation de la monnaie augmente habituellement durant la phase ascendante du cycle, les autorités monétaires ne devraient pas s'inquiéter outre mesure de la nécessité de satisfaire la demande additionnelle de monnaie liée à l'accroissement de la production réelle. Dans les pays qui poursuivent des objectifs monétaires, une baisse graduelle du taux d'expansion de ces agrégats, dans le cadre d'une stratégie à moyen terme, semblerait donc toujours justifiée. La mise en œuvre d'une telle politique soulignerait également la détermination des autorités de persévérer dans leurs efforts et pourrait contribuer à atténuer les anticipations inflationnistes.

Mais cela ne saurait suffire. Dans tous les pays industriels, le processus de désinflation a bénéficié, jusqu'à une date récente, de la baisse des cours des matières premières. Comme ce mouvement s'est arrêté, les pays industriels en tant que groupe devront s'appuyer encore davantage qu'auparavant sur la modération des impulsions inflationnistes d'origine interne. La pierre d'achoppement à cet égard est le marché du travail. A en juger d'après l'expérience antérieure, les politiques explicites de revenus ne sont guère efficaces, permettant tout au plus de montrer l'exemple par la modération des augmentations salariales dans le secteur public. Il conviendrait d'abandonner ou d'atténuer l'indexation des salaires; là où cela a déjà été fait, il faudrait s'opposer à tout retour de ce mécanisme sous une forme intégrale. Mais, parmi les mesures de politique économique susceptibles de donner les meilleurs résultats, à défaut d'être les plus spectaculaires, figurent celles qui permettraient d'éliminer les goulots d'étranglement spécifiques qui risquent de se former dans les secteurs ou zones en expansion rapide. Il faudrait accélérer la mobilité professionnelle et géographique de la main-d'œuvre, de manière à lutter à la fois contre le chômage et la résurgence éventuelle de l'inflation par les salaires.

Toutes les études menées sur l'évolution économique à plus long terme ont abouti à des conclusions convergentes en ce qui concerne la formation de capital fixe dans les pays industriels au cours des dix dernières années. Tout d'abord, on constate depuis 1973 une baisse tendancielle du taux global d'investissement. Ensuite, le renchérissement de l'énergie et, plus récemment, les profondes mutations dans la division internationale du travail — émergence d'un

potentiel industriel dans certains grands pays en développement — ajoutés à l'impact cumulé de plusieurs années de récession, ont entraîné une obsolescence massive de l'appareil productif. Pour l'instant, ce handicap n'a pas été compensé par un redressement suffisant de l'investissement dans les industries de pointe. Enfin, par suite de la forte augmentation des salaires réels et des coûts salariaux indirects, le peu d'investissement net réalisé a servi essentiellement à économiser de la main-d'œuvre. C'est pourquoi le stock de capital est devenu insuffisant, même s'il est utilisé plus intensément, pour permettre un niveau d'emploi acceptable de la population active.

La situation est particulièrement préoccupante à cet égard en Europe occidentale. Au Japon, le problème du chômage ne revêt pas la même ampleur, tandis qu'aux États-Unis il s'est sensiblement atténué, probablement sous l'influence conjuguée de plusieurs facteurs: stabilisation sur une période de dix ans des salaires réels, plus grande mobilité de la main-d'œuvre et du facteur d'entreprise et amélioration considérable des marges bénéficiaires. Il est possible que certaines caractéristiques de la situation américaine, qui contraste fortement avec celle de l'Europe, aient entravé les progrès de la productivité du travail et contribué à accroître ainsi le risque d'une recrudescence précoce de l'inflation. Il est vrai également que c'est le secteur des services qui a bénéficié pour une bonne part de la création de postes de travail — exemple difficile à suivre pour les pays européens soumis à des contraintes de balances des paiements et qui doivent donc concentrer davantage leur action sur le secteur des biens faisant l'objet d'échanges internationaux, autrement dit essentiellement sur les industries de transformation. L'expérience des États-Unis n'est toutefois pas dénuée d'enseignements pour l'Europe, qui a cruellement besoin d'une amélioration des bénéfices, d'une baisse du prix du travail par rapport au coût du capital, d'un environnement plus favorable aux initiatives des chefs d'entreprise et d'une plus grande souplesse sur le marché de l'emploi. Il serait exagéré de qualifier ces problèmes d'«euro-sclérose», mais ils sont toutefois sérieux et apparemment propres à l'Europe. On constate l'amorce d'évolutions favorables dans la bonne direction, mais faute de traitements appropriés — qui demanderont nécessairement du temps — il y a un risque réel que la reprise économique ne puisse se développer pleinement dans de nombreux pays européens. En d'autres termes, elle pourrait ne pas acquérir une autonomie suffisante, grâce à l'expansion de l'investissement interne, qui lui permettrait de se poursuivre au-delà du ralentissement inévitable, et même souhaitable, de l'expansion de l'activité aux États-Unis.

Alors que les taux d'intérêt en dollars avaient enregistré une assez forte baisse entre leurs niveaux records de 1981-82 et le printemps de 1983, ils sont restés depuis lors excessivement élevés en comparaison des taux d'inflation courants. De plus, en termes nominaux, ils sont maintenant bien supérieurs à ce qu'ils étaient il y a un an.

L'économie américaine elle-même a fait preuve jusqu'à présent d'une résistance remarquable face à ces niveaux exceptionnels des taux d'intérêt. Les vastes possibilités de déductions fiscales des charges d'intérêt n'y sont probablement pas étrangères; cet avantage n'est cependant pas nouveau, et fournit tout au plus une explication partielle, d'autant plus qu'à la suite de la modification de la

fiscalité en 1981, d'autres avantages ont joué un rôle plus important dans la motivation des investissements des entreprises. Il est possible que l'amélioration de la rentabilité actuelle et future ait plus que compensé l'incidence négative des taux d'intérêt réels élevés. C'est une explication tout à fait plausible. Mais on ne peut malheureusement écarter une autre possibilité, selon laquelle la résistance de l'économie américaine pourrait aussi s'expliquer en partie par la persistance d'anticipations inflationnistes, de sorte que, en termes d'inflation prévue par opposition à l'inflation observée, les taux d'intérêt réels ne seraient peut-être pas très élevés. A dire vrai, aucune de ces interprétations n'incite à un grand optimisme au sujet de l'évolution ou de la durée de la reprise aux Etats-Unis tant que les taux d'intérêt se maintiendront à leurs hauts niveaux actuels et, a fortiori, s'ils continuent de monter. La raison est évidente dans le cas où l'évolution effective de la hausse des prix viendrait à entériner les anticipations implicites dans les taux d'intérêt élevés. Si, en revanche, les taux d'intérêt actuels étaient véritablement élevés en termes réels, il est difficile d'imaginer que les taux de rentabilité escomptés de l'investissement puissent leur être supérieurs sur une très longue période.

Les répercussions internationales du niveau élevé et croissant des taux d'intérêt aux Etats-Unis constituent également une source de graves préoccupations. Compte tenu de la dimension du marché financier américain et du fait qu'une part importante des instruments financiers dans le monde est libellée en dollars, les taux d'intérêt américains affectent forcément les taux en vigueur dans les autres pays; ils exercent également une influence déséquilibrante sur les taux de change et, partant, sur la configuration internationale des balances des paiements courants; enfin et surtout, ils déterminent directement, par l'intermédiaire des taux flottants dont est assortie la dette extérieure, une grande partie de la charge d'intérêt des pays endettés. Il convient cependant de replacer ces influences dans leur véritable contexte. En premier lieu, quel que soit le niveau des taux d'intérêt américains, l'Europe occidentale devra continuer de s'attaquer aux problèmes plus spécifiquement internes mentionnés précédemment, tandis que les pays en développement auront toujours à fournir de gros efforts d'ajustement interne. En second lieu, la vive reprise conjoncturelle et le déficit important des paiements courants des Etats-Unis ont contribué substantiellement à l'atténuation des difficultés de l'Europe et des pays en développement; cette influence positive n'a été, jusqu'à présent, neutralisée qu'en partie par le niveau des taux d'intérêt américains.

En fait, la préoccupation — sérieuse s'il en est — concerne davantage l'avenir que le passé. Elle est due à la fois à l'évolution récente des taux d'intérêt observés aux Etats-Unis, et à une analyse des facteurs qui la sous-tendent. Le présent Rapport partage l'opinion, largement répandue, selon laquelle le niveau actuel des taux d'intérêt américains est surtout attribuable à l'ampleur et à la progression de l'élément structurel du déficit budgétaire des Etats-Unis. Le déficit a commencé à s'enraciner vers la fin de 1982 et l'on s'attend à ce qu'il persiste, même à un stade avancé de la reprise conjoncturelle, ce qui implique des besoins d'emprunt du secteur public exceptionnellement élevés à un moment où, d'ordinaire, la demande de crédit du secteur privé est en progression

cyclique. Cette situation a exercé, et exercera encore, une incidence directe sur les taux d'intérêt américains; elle peut également avoir une influence indirecte en ravivant les anticipations inflationnistes aux Etats-Unis. Le niveau des taux d'intérêt américains impose un lourd effort d'ajustement supplémentaire aux pays débiteurs. Il contribue également à la surévaluation du dollar, qui, jointe à la reprise vigoureuse aux Etats-Unis, est en train d'engendrer un gigantesque déficit des paiements courants. La contrepartie de ce déficit — apport net de fonds aux Etats-Unis — va probablement «financer», sur l'ensemble de l'année 1984, la moitié des besoins d'emprunt nets du gouvernement américain, ou encore un tiers de la demande globale de fonds découlant du déficit budgétaire et des besoins nets de financement du secteur des entreprises. Quelle que soit la base de comparaison retenue, il s'agit là de coefficients de financement très élevés.

Une telle situation financière, marquée par la coexistence d'importants déficits du secteur public et des paiements courants, de taux d'intérêt élevés et d'entrées massives de capitaux, ne peut guère persister. Préoccupante pour n'importe quel pays, elle devrait l'être particulièrement pour l'économie dominante du monde. Le fait que, pour un certain nombre de raisons, bonnes ou mauvaises, les Etats-Unis ne sont pas tenus de réagir aussi vite que les autres pays aux contraintes de balance des paiements ne signifie pas que ces contraintes n'existent pas — la preuve en a été amplement fournie pendant les années soixante-dix. Seule une réduction rapide et sensible de la composante structurelle du déficit budgétaire des Etats-Unis pourrait amener l'économie américaine, avec la perspective d'un «atterrissage en douceur», à un meilleur équilibre interne et externe, et, par conséquent, à une croissance plus lente mais plus durable. Faute d'une telle réduction, les déséquilibres seront néanmoins corrigés — mais le processus d'ajustement pourrait s'accompagner d'un renchérissement des taux d'intérêt, de perturbations économiques et financières à l'échelle mondiale ainsi que sur les marchés des changes, pour aboutir en fin de compte à une vive contraction de l'activité économique. Etant donné la dimension de l'économie américaine et la prédominance du dollar, le manque de convergence entre les politiques budgétaire et monétaire aux Etats-Unis risque, tôt ou tard, de déstabiliser sérieusement l'économie mondiale.

Il serait vain de chercher à savoir lequel de ces trois sujets de préoccupation — danger d'une recrudescence des pressions inflationnistes, problèmes «structurels» en Europe ou niveau des taux d'intérêt actuels et anticipés aux Etats-Unis — doit être traité en priorité. Tous trois sont de grande importance, et une action correctrice doit être entreprise ou étendue immédiatement dans les trois directions. Mais ils se distinguent l'un de l'autre d'un point de vue capital. Il est peu probable que les politiques visant à améliorer l'environnement européen pour les investissements créateurs d'emplois ou à promouvoir la souplesse en matière salariale et la mobilité de la main-d'œuvre donnent des résultats à brève échéance. Un réaménagement de la politique budgétaire américaine pourrait avoir, en revanche, de par son incidence sur les anticipations, un effet presque immédiat sur les taux d'intérêt aux Etats-Unis.

Une croissance durable et équilibrée dans le monde industriel occidental, condition nécessaire de la maîtrise de la crise financière internationale, n'est pas

pour autant suffisante, ni pour la traiter à court terme, ni pour y apporter une solution durable. Comme l'a montré le présent Rapport, la coopération, lancée en 1982, entre tous les principaux acteurs de la scène financière internationale, s'est poursuivie en 1983 et dans les premiers mois de 1984, permettant d'éviter, jusqu'à présent, une crise financière générale. En même temps, l'adoption de mesures d'ajustement et la reprise de l'activité dans le monde industriel, Etats-Unis en tête, ont permis de dégager, même sur le moyen terme, des perspectives relativement encourageantes pour un certain nombre de pays débiteurs, notamment en Asie et en Europe. Pour plusieurs raisons toutefois, la situation reste plus immédiatement préoccupante dans la plupart des pays d'Amérique latine: en premier lieu, du fait que le ratio endettement/exportations y est en moyenne plus élevé qu'ailleurs et que la hausse récente des taux d'intérêt à court terme en dollars alourdit sensiblement le service de leurs dettes, la majeure partie de celles-ci étant libellées en dollars et assorties de taux d'intérêt flottants; en deuxième lieu, dans la plupart des pays de l'hémisphère occidental, les efforts d'ajustement ont commencé beaucoup trop tard; en troisième lieu, ils ont porté principalement sur la réduction des importations. Enfin, fait non moins important, la fuite massive de capitaux a aggravé, et continue peut-être de le faire, les problèmes financiers extérieurs de certains pays latino-américains.

Si l'évolution future des taux d'intérêt en dollars dépend en grande partie des Etats-Unis, les autres aspects de la crise financière en Amérique latine soulignent l'importance de l'adoption de politiques appropriées par les pays débiteurs eux-mêmes. On a bon espoir maintenant que la reprise de plus en plus générale dans le monde industrialisé apporte un réconfort appréciable à ces pays, sous forme de recettes d'exportation, grâce à un accroissement de la demande de leurs produits et à l'amélioration de leurs termes de l'échange. Il serait regrettable que cette évolution ne s'accompagne pas, sur le plan intérieur, d'efforts soutenus visant à faciliter l'indispensable ajustement extérieur.

En d'autres termes, le répit actuel devrait être mis à profit pour orienter de plus en plus les politiques vers un ajustement en profondeur de l'économie interne, visant à améliorer, dès à présent et pour l'avenir, les résultats sur le plan des exportations. Dans trop de pays d'Amérique latine, la réduction des importations a été obtenue par l'application de mesures administratives et non au moyen d'un ajustement macro-économique de l'économie interne, alors que parallèlement on ne s'est pas suffisamment attaché à stimuler et à développer les exportations. Deux enseignements précis peuvent être retirés du contraste frappant constaté l'année dernière entre les pays d'Asie et ceux d'Amérique latine en ce qui concerne la nature de l'ajustement de la balance des paiements — contraste qui n'a pas échappé à l'attention des banques prêteuses. D'une part, la mise en œuvre de politiques macro-économiques destinées à atténuer la pression de la demande interne et à freiner l'inflation constitue un préalable à la réussite d'un processus d'ajustement visant à l'établissement d'une structure durable et équilibrée de la balance des paiements. D'autre part, les pays qui ont, dans le même temps, maintenu leurs marchés ouverts et créé des industries d'exportation hautement compétitives ont bénéficié bien davantage de la reprise de la croissance dans les pays industrialisés que ceux qui ont appliqué des

politiques de développement tournées vers l'intérieur et fondées sur la substitution de produits nationaux aux importations.

Enfin, il appartient à ceux des pays d'Amérique latine dont les résidents ont procédé à des exportations massives de capitaux de mettre bon ordre dans leur gestion en vue d'arrêter cet exode et, si possible, d'inverser partiellement le mouvement. On ne peut guère demander au reste du monde — qu'il s'agisse d'institutions multilatérales, de gouvernements, de banques ou d'entreprises — d'assumer les tâches de développement que les ressortissants de ces mêmes pays refusent d'accomplir. Il est clair que la charge d'intérêt paraîtrait beaucoup moins écrasante si elle pouvait être calculée en termes d'intérêts *nets* dus au reste du monde, c'est-à-dire intérêts à payer sur la dette extérieure déduction faite du revenu perçu (mais pas nécessairement rapatrié) par les détenteurs de capitaux exportés.

La contrepartie d'un aménagement adéquat des politiques d'ajustement de la part des débiteurs devrait consister, pour les pays industrialisés, à ouvrir librement leur propre marché. Les pressions croissantes en faveur de l'édification de barrières protectionnistes entre ces pays eux-mêmes présentent déjà de graves dangers pour l'économie mondiale. Les obstacles dressés contre les importations de produits industriels et agricoles en provenance des pays en développement comportent un risque autrement plus grave et revêtent même un caractère explosif. Les pays industrialisés ont tout autant intérêt, financièrement et politiquement, que les pays débiteurs eux-mêmes à trouver une solution au problème de l'endettement. Une solution durable est inconcevable sans un développement vigoureux des exportations des pays en développement vers le monde industrialisé.

Quels que puissent être cependant les efforts d'ajustement appropriés des pays débiteurs pris dans leur ensemble, quand bien même ils seraient complétés par des politiques axées sur la croissance et la libéralisation des importations dans le monde industrialisé, leur déficit des paiements courants ne saurait être entièrement éliminé. On peut même se demander si l'élimination complète du déficit courant des pays en développement est vraiment souhaitable pour la croissance équilibrée de l'économie mondiale. En effet, en présence de l'ampleur de la charge d'intérêt des pays débiteurs, tout retour à un équilibre de la balance des paiements courants exigerait en fait que ces pays dégagent des excédents commerciaux anormalement élevés — ce qui, sur une longue période, ne nuirait pas seulement au processus de développement, mais irait également à l'encontre du bon sens politique.

La question se pose donc de savoir comment financer les futurs déficits «justifiés» des comptes courants des pays en développement. Dans l'immédiat, les banques n'auront guère d'autre choix que de fournir les ressources additionnelles requises, que ce soit sous la forme de nouveaux crédits ou d'une capitalisation partielle des charges d'intérêt. Une liste impressionnante d'arguments peut être établie pour ou contre chacune de ces deux méthodes, et c'est aux banques elles-mêmes qu'il appartient de trancher, probablement cas par cas, sur la base de ce qui semble réalisable et suscite le moins d'objections de la part des

parties concernées. Mais il n'est pas douteux que les banques devront accepter, d'une façon ou d'une autre, dans leur propre intérêt, un certain accroissement de leurs créances sur les pays qui se sont engagés à appliquer des programmes sous l'égide du FMI et ont fait la preuve de leur capacité de les exécuter. Elles devront également faire face à une autre nécessité. Les pays qui ont obtenu des succès tangibles dans l'amélioration de leurs paiements courants, et en particulier ceux qui y sont parvenus en appliquant une politique d'ajustement interne appropriée, peuvent prétendre à juste titre à l'octroi de conditions financières sensiblement plus avantageuses en ce qui concerne à la fois le coût et les échéances. Le fonctionnement correct du marché requiert une différenciation notable des conditions de crédit, bien plus marquée que celle qui a été entreprise, assez timidement, jusqu'à présent. Il serait utile que les autorités des pays prêteurs eux-mêmes acceptent et encouragent une plus grande différenciation, notamment dans le domaine du financement des exportations.

Il convient de reconnaître cependant, comme le mentionnait déjà le Rapport de l'an passé, que de telles politiques de prêt ne sauraient servir qu'à parer au plus pressé. L'expérience a clairement montré que pour diverses raisons — taux d'intérêt variables, échéances trop courtes, vive concurrence avec comme conséquence le risque d'un octroi excessif de crédits, absence de conditionnalité — le financement général d'un déficit extérieur par les banques ne constitue pas un moyen approprié pour le transfert de ressources réelles vers les pays en développement. On peut même se demander si, dans le cas surtout des pays qui ont une forte propension à exporter leurs propres capitaux, un financement général de balance des paiements, quelle qu'en soit la nature, est vraiment justifié, sauf dans le cadre d'un programme d'ajustement sous l'égide du FMI. A plus long terme, il faudrait que les flux financiers vers les pays en développement établissent un lien crédible entre les importations de fonds et le développement économique interne. Les capitaux sont évidemment fongibles; rien ne permet d'assurer que les entrées de capitaux sous la forme de financement de projets trouveront leur contrepartie interne, au sens macro-économique, dans un accroissement de l'investissement. Cette probabilité est cependant plus grande dans le cas du financement de projets qu'avec des entrées de capitaux n'ayant aucun lien spécifique avec l'investissement dans l'économie nationale. Divers flux financiers sont liés plus ou moins directement à l'investissement: crédits de financement d'importations de biens d'équipement; investissements directs; prêts des organisations de développement multilatérales, telles que la Banque mondiale; cofinancement de projets par les institutions officielles et les banques; aide bilatérale au développement. Etant donné l'ampleur du problème posé, toutes ces formules méritent d'être utilisées et développées. Les plus prometteuses semblent être celles — par exemple, les systèmes de cofinancement récemment mis sur pied par la Banque mondiale — qui établissent une coopération efficace entre les prêteurs privés et officiels.

D'aucuns prétendent que le problème de l'endettement international a pris des proportions telles que, même dans l'hypothèse d'une croissance équilibrée dans les pays industrialisés et de l'application de politiques appropriées par les pays débiteurs et les créanciers, il ne pourra être durablement résolu sans une

thérapeutique globale drastique. Le présent Rapport ne partage pas ce pessimisme «systémique»; non seulement, de façon pragmatique, en raison de l'absence de toute solution de rechange viable à l'approche cas par cas adoptée jusqu'à présent, mais encore pour un certain nombre de raisons de caractère plus positif.

La plus importante de ces raisons est que les événements de ces douze derniers mois ont prouvé de manière indiscutable que ce qui semblait être un problème financier global assez homogène en automne 1982 masque en fait une grande diversité de situations entre les pays débiteurs. Un ou deux cas très difficiles existent en Europe de l'Est et en Asie, à côté d'une majorité de pays qui ont prouvé leur détermination et leur capacité d'entreprendre un ajustement externe et sont en train de recueillir les fruits de la reprise dans le monde industrialisé. Si la majorité des situations les plus délicates se trouvent en Amérique latine, on constate là aussi des différences dans le degré d'ajustement, la diversification des exportations, la position par rapport au pétrole et l'importance des sorties de capitaux nationaux. En ce qui concerne les pays lourdement endettés d'Afrique, leur situation est tout à fait différente de celle des pays en développement endettés à revenu moyen; la plupart d'entre eux ne pourraient se permettre de contracter de nouveaux prêts aux taux du marché, même si ces fonds étaient disponibles; ils ont besoin d'avances à des conditions très favorables ou d'aides. Comment songer à appliquer une thérapeutique globale devant une telle diversité de situations?

Il serait, en outre, complètement erroné de considérer les pays endettés comme «insolvables» simplement parce que, *en tant que groupe*, ils ne paraissent pas en mesure, même à plus long terme, de rembourser le principal dû. C'est un fait économique simple — lié au processus épargne/investissement — que l'encours total de la dette continue de croître. Ce qui importe, c'est que chaque pays débiteur pris individuellement réussisse a) à adapter, à plus long terme, l'accroissement de sa dette à sa capacité d'en assurer le service et b) à faire la preuve, à plus court terme (pour rassurer ses créanciers vigilants), de son aptitude à maîtriser son endettement en arrêtant sa progression de temps à autre, voire en effectuant des remboursements partiels. On constate avec satisfaction que le nombre de pays qui répondent à l'un ou à l'autre de ces critères, ou aux deux à la fois, a augmenté depuis le début de 1983. Cela ne veut pas dire pour autant que les problèmes d'endettement international soient résolus, tant s'en faut. Mais cela signifie que le cours des événements a confirmé, jusqu'à présent, la validité de la méthode utilisée actuellement pour les traiter.

Grâce à la coopération étroite entre les emprunteurs, les banques prêteuses et les gouvernements et institutions internationales concernés, cette approche a encouragé la mise en œuvre de programmes concertés, axés à la fois sur l'ajustement et sur le financement. Cette coopération doit être poursuivie et développée, mais ce serait une erreur de vouloir la remplacer par des projets généraux inapplicables. Toutefois, pour que la coopération demeure efficace, il faut qu'elle soit confortée par deux lignes d'action. A plus long terme, il conviendra d'assainir les bases des flux de financement destinés aux pays en développement

— d'où l'insistance mise dans le présent Rapport sur le financement lié à l'investissement. En même temps, pour être viable, l'approche actuelle dépend de manière décisive de la poursuite d'une reprise durable et équilibrée dans les pays industriels — ce qui appelle de la part de ces pays la mise en œuvre de politiques appropriées.

GÜNTHER SCHLEIMINGER
Directeur Général

BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES
AU 31 MARS 1984

ACTIF

BILAN AU

(Avant et après répartition)

| | Francs or |
|---|-----------------------|
| Or | 5.049.253.599 |
| Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue | 10.911.458 |
| Bons du Trésor | 756.966.277 |
| Dépôts à terme et avances | |
| Or | |
| A 3 mois au maximum | 19.333.968 |
| Monnaies | |
| A 3 mois au maximum | 11.386.473.981 |
| A plus de 3 mois | <u>2.126.684.368</u> |
| | 13.532.492.317 |
| Titres à terme | |
| A 3 mois au maximum | 1.115.748.176 |
| A plus de 3 mois | <u>793.134.888</u> |
| | 1.908.883.064 |
| Divers | 17.826.364 |
| Terrain, immeubles et installations | <u>1</u> |
| | <u>21.276.333.080</u> |

Note 1: Le franc or équivaut à 0,290 322 58... gramme d'or fin – Article 4 des Statuts. Les éléments d'actif et de passif en dollars EU sont convertis au cours de \$EU 208 l'once d'or fin (équivalant à 1 franc or = \$EU 1,941 49...) et tous les autres éléments en monnaies sur la base des cours du marché par rapport au dollar EU.

Note 2: Au 31 mars 1984, l'or à livrer contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 40.251.531 francs or.

31 MARS 1984

du bénéfice net de l'exercice)

PASSIF

| | | <u>Avant répartition</u> <u>Francs or</u> | <u>Après répartition</u> <u>Francs or</u> |
|--|----------------|--|--|
| Capital | | | |
| Autorisé: 600.000 actions de 2.500 francs or chacune | 1.500.000.000 | | |
| Emis: 473.125 actions | 1.182.812.500 | | |
| libérées de 25% | | 295.703.125 | 295.703.125 |
| Réserves | | | |
| Fonds de réserve légale | 30.070.313 | | 30.070.313 |
| Fonds de réserve générale | 457.152.793 | | 477.552.793 |
| Fonds spécial de réserve de dividendes | 21.530.055 | | 21.530.055 |
| Fonds de réserve libre | 232.730.236 | | 263.330.236 |
| | | 741.483.397 | 792.483.397 |
| Dépôts (or) | | | |
| Banques centrales | | | |
| A vue | 4.192.310.651 | | |
| A 3 mois au maximum | 140.876.655 | | |
| Autres déposants | | | |
| A vue | 33.032.685 | | |
| | | 4.366.219.991 | 4.366.219.991 |
| Dépôts (monnaies) | | | |
| Banques centrales | | | |
| A vue | 334.315.448 | | |
| A 3 mois au maximum | 13.131.268.608 | | |
| A plus de 3 mois | 1.379.084.966 | | |
| Autres déposants | | | |
| A vue | 12.195.974 | | |
| A 3 mois au maximum | 547.470.922 | | |
| A plus de 3 mois | 34.883.861 | | |
| | | 15.439.219.779 | 15.439.219.779 |
| Divers | | 366.213.911 | 366.213.911 |
| Compte de profits et pertes | | 67.492.877 | — |
| Dividende payable le 1er juillet 1984 | | — | 16.492.877 |
| | | <u>21.276.333.080</u> | <u>21.276.333.080</u> |

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

A notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes y relatives, donnent, sur la base décrite dans la note 1, une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1984 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 4 mai 1984

PRICE WATERHOUSE & CO

COMPTES DE PROFITS ET PERTES pour l'exercice social clos le 31 mars 1984

| | Francs or |
|---|--------------------------|
| Revenu net provenant des intérêts et autres ressources | 83.288.597 |
| Moins: Frais d'administration: | |
| Conseil d'administration | 243.160 |
| Direction et personnel | 11.362.579 |
| Frais de bureau et divers | 3.748.590 |
| | <u>15.354.329</u> |
| Excédent net d'exploitation | 67.934.268 |
| Moins: Montant transféré à la Provision pour frais d'administration exceptionnels | <u>441.391</u> |
| Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1984 | 67.492.877 |
| 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: 145 francs suisses par action sur 473.125 actions | 16.492.877 |
| | <u>51.000.000</u> |
| Transfert au Fonds de réserve générale | 20.400.000 |
| | <u>30.600.000</u> |
| Transfert au Fonds de réserve libre | 30.600.000 |
| | <u>—</u> |
| | <u><u> </u></u> |

ÉVOLUTION DES RÉSERVES DE LA BANQUE

au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1984

en francs or

I. Evolution des Fonds de réserve par suite des affectations au titre de l'exercice 1983-84

| | <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 1983, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1982-83 | 30.070.313 | 457.152.793 | 21.530.055 | 232.730.236 |
| A ajouter: Affectations au titre de l'exercice 1983-84 ... | — | 20.400.000 | — | 30.600.000 |
| Soldes au 31 mars 1984 tels qu'ils apparaissent au bilan | <u>30.070.313</u> | <u>477.552.793</u> | <u>21.530.055</u> | <u>263.330.236</u> |

II. Capital libéré et Fonds de réserve au 31 mars 1984 (après répartition) représentés par des

| | <u>Capital libéré</u> | <u>Réserves</u> | <u>Total</u> |
|---|---------------------------|--------------------|----------------------|
| Avoir nets en | | | |
| Or | 295.703.125 | 366.412.920 | 662.116.045 |
| Monnaies | — | 426.070.477 | 426.070.477 |
| | <u>295.703.125</u> | <u>792.483.397</u> | <u>1.088.186.522</u> |

CONSEIL D'ADMINISTRATION

| | |
|--|--|
| Dr Fritz Leutwiler, Zurich | Président du Conseil d'administration, Président de la Banque |
| Bernard Clappier, Paris | Vice-Président |
| Prof. Paolo Baffi, Rome | |
| Dr Carlo Azeglio Ciampi, Rome | |
| Bengt Dennis, Stockholm | |
| Dr W.F. Duisenberg, Amsterdam | |
| Jean Godeaux, Bruxelles | |
| Renaud de la Genière, Paris | |
| Robert Leigh-Pemberton, Londres | |
| 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 |