

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

CINQUANTIÈME RAPPORT ANNUEL

1^{ER} AVRIL 1979 – 31 MARS 1980

BÂLE

9 juin 1980

TABLE DES MATIÈRES

	Page
Introduction	1
I. Le nouveau choc pétrolier et la recrudescence de l'inflation: une répétition de 1974 ?	3
<i>Eléments de force de l'économie mondiale (p. 4); les zones d'ombre (p. 7).</i>	
II. Inflation et chômage.	10
<i>Intensification de l'inflation mondiale (p. 11); les causes externes de l'inflation (p. 14); taux de change, prix à l'importation et à l'exportation et termes de l'échange (p. 18); perturbations d'origine externe et ajustement des salaires et des prix internes (p. 20); évolution des stratégies de lutte contre l'inflation (p. 26); les problèmes du chômage et de la productivité (p. 33).</i>	
III. Demande, production et politique budgétaire	36
<i>Production et composantes de la demande (p. 36); évolution de l'épargne des ménages et recrudescence de l'inflation (p. 42); pressions relatives de la demande et ajustement externe (p. 44); politique budgétaire (p. 48); le second choc pétrolier (p. 52); productivité et investissement (p. 57).</i>	
IV. La politique monétaire dans un environnement en profonde mutation	62
<i>Analyse rétrospective de la gestion monétaire et de l'évolution de l'inflation (p. 63): les agrégats monétaires (p. 63), taux d'intérêt (p. 66); politique monétaire et évolution de la situation financière en 1979-80 (p. 69): évolution récente des taux d'intérêt (p. 69), politique monétaire et expansion monétaire (p. 72), crédit bancaire et examen de la situation monétaire (p. 77), flux de crédit et situations financières (p. 80), financement du secteur public (p. 83); évolution des techniques de politique monétaire (p. 85).</i>	
V. Balances internationales des paiements	90
<i>Pétrole et balance internationale des paiements (p. 90): les relèvements des prix du pétrole en 1979 et leur incidence sur l'ensemble des balances des paiements (p. 90), ajustements des balances des opérations courantes au choc pétrolier de 1973-74 (p. 93); évolution des balances des paiements dans les pays industriels en 1979 (p. 97): pays ayant réalisé un ajustement substan- tiel en 1979 (p. 97), pays dont la situation des paiements s'est détériorée en 1979 (p. 104), évolution des balances de paiements dans les autres pays du Groupe des Dix en 1979 (p. 107); financement des déséquilibres globaux des paiements courants (p. 110): répartition des excédents dis- ponibles à des fins d'investissements des pays exportateurs de pétrole (p. 110), financement des déficits en compte courant des groupes de pays importateurs de pétrole (p. 111).</i>	

VI. Marchés internationaux du crédit et des capitaux 116

Principaux faits (p. 116); principaux facteurs d'influence (p. 118); rôle du secteur bancaire international dans le recyclage de l'excédent de l'OPEP (p. 123); discussions des problèmes bancaires internationaux au niveau des banques centrales (p. 125); ensemble des flux bancaires internationaux: origines et emplois (p. 128); évolution des marchés européens (p. 132): répartition par monnaie (p. 132), rôle des différentes places financières (p. 135), dimension nette du marché des euro-monnaies (p. 138); évolution dans les centres extra-européens (p. 139): banques sises aux Etats-Unis (p. 139), succursales des banques américaines dans les centres offshore (p. 140), banques japonaises (p. 140); les marchés des obligations internationales (p. 141).

VII. La scène monétaire internationale 146

Evolution des taux de change (p. 146); appréciation de l'évolution des monnaies depuis novembre 1978 (p. 157); production d'or et marché de l'or (p. 158); liquidité internationale (p. 162); les réserves globales et leurs composantes: situation actuelle et perspectives d'évolution (p. 168).

VIII. Activités de la Banque 171

Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales (p. 171); opérations du Département Bancaire (p. 173): passif (composition des ressources) (p. 175), actif (utilisation des ressources) (p. 178), opérations à terme sur or (p. 180); bénéfice net et répartition (p. 180); la Banque comme Mandataire (Trustee) d'emprunts publiés internationaux (p. 181); la Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté européenne du charbon et de l'acier (p. 184); la Banque comme Agent du Fonds européen de coopération monétaire (p. 185); modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction (p. 187).

Conclusion 189

* * *

Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1980.

LISTE DES TABLEAUX ET GRAPHIQUES

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque)

	Page
Inflation et chômage	
Hausse des prix à la consommation *	11
Prix de gros et prix à la consommation	12
Production industrielle et prix à la consommation dans l'ensemble Groupe des Dix et Suisse *	13
Production industrielle et prix internationaux *	15
Cours mondiaux des matières premières: indicateur de l'«Economist» exprimé en DTS*	16
Variations des valeurs unitaires des importations et des exportations dans l'ensemble Groupe des Dix et Suisse	19
Degré d'ouverture au commerce international	21
Prix des biens échangés avec l'extérieur, salaires et prix à la consommation *	22
Rémunérations réelles dans l'industrie	23
Inflation et chômage *	25
Taux de chômage	34
Emploi et productivité de la main-d'œuvre	35
Demande, production et politique budgétaire	
Production industrielle *	37
Grands pays industrialisés: variations du produit national brut en volume et de ses composantes	38
Autres pays industrialisés: variations du produit national brut en volume et de ses composantes	40
Rapport entre l'épargne des ménages et le revenu disponible	42
Revenu disponible et épargne des ménages aux Etats-Unis	43
Pressions relatives de la demande et soldes extérieurs réels *	46-47
Evolution des soldes financiers des administrations publiques et du chômage	48
Besoins globaux d'énergie et de pétrole, exprimés en proportion du produit national brut	55
Pays de l'OCDE: besoins de pétrole et d'énergie et exportations de l'OPEP	56
Evolution du prix de vente relatif de l'essence	56
Croissance de la production et de la productivité	58
Taux d'utilisation des capacités dans l'industrie de transformation	59
Rapport entre l'investissement productif du secteur privé et le produit national brut	60
La politique monétaire dans un environnement en profonde mutation	
Expansion monétaire, variations des prix à la consommation et produit national brut en volume *	64
Taux d'intérêt à court et à long terme et variations des prix à la consommation *	68
Evolution récente des taux d'intérêt *	70
Agrégats monétaires et de crédit: objectifs et taux d'expansion	73
Agrégats monétaires: objectifs et taux d'expansion *	74

	Page
Variations de la masse monétaire au sens large et contribution relative de ses contreparties «concours à l'économie» et «extérieur»	77
Fonds collectés sur les marchés du crédit par les emprunteurs nationaux non financiers	81
Financement des administrations publiques	84

Balances internationales des paiements

Total des transactions courantes des pays de l'OPEP, 1973-79	93
Pays importateurs de pétrole: variations des composantes de la balance commerciale entre 1973 et 1978 (estimations)	95
Composantes des principaux ajustements en compte courant réalisés en 1979	98
Allemagne fédérale: flux de capitaux identifiés, 1979-80 (chiffres nets)	102
Transactions courantes dans le monde	103
Pays développés: balances des paiements, 1978-79	108
Pays exportateurs de pétrole: répartition des excédents disponibles à des fins d'investissement, 1974-79 (estimations)	111
Pays importateurs de pétrole: Financement des opérations courantes, 1974-78 et 1979 (estimations)	113

Marchés internationaux du crédit et des capitaux

Prêts sur les marchés internationaux (estimations): variations des créances des banques sur l'étranger en monnaie nationale et en devises étrangères et émissions d'obligations internationales	117
Taux interbancaires des dépôts en euro-monnaies à trois mois et écarts par rapport aux taux des marchés nationaux *	119
Positions extérieures, en monnaie nationale et en monnaies étrangères, des banques de la zone déclarante et de certaines succursales offshore de banques américaines	130
Structure par monnaie de l'euro-marché: avoirs extérieurs en monnaies étrangères des banques européennes déclarantes *	133
Positions extérieures en dollars et en autres monnaies étrangères des banques européennes déclarantes	134
Avoirs et engagements extérieurs des banques situées dans les divers pays déclarants et de certaines succursales offshore des banques américaines	136-137
Origines et emplois des fonds en euro-monnaies (estimations)	138
Emissions d'obligations internationales	142
Taux des dépôts en euro-monnaies et rendements des obligations en dollars EU et en deutsche marks sur les marchés internationaux *	144

La scène monétaire internationale

Taux de change nominaux: Indice des cours au comptant d'un certain nombre de monnaies par rapport au dollar EU *	148
--	-----

	Page
Taux de change effectifs *	149
Taux de change au comptant dans le mécanisme de change du SME *	156
Production d'or dans le monde	159
Origine et utilisation de l'or (estimations)	160
Cours de la barre d'or sur le marché, en dollars EU et en francs suisses, 1978-80*	161
Variations dans la composition des réserves globales par élément d'actif de 1977 à 1979	163
Variations des réserves globales de 1977 à 1979	165
Dépôts identifiés constitués par des autorités monétaires auprès de banques commerciales hors des Etats-Unis	169

Activités de la Banque

Evolution du total du bilan au cours des dix derniers exercices	174
Evolution de la composition des ressources au cours des dix derniers exercices	175
Fonds empruntés d'après leur origine	177
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée restant à courir	177
Répartition d'après leur nature des avoirs à vue et des autres placements	178
Dépôts à terme et avances, titres à terme, d'après leur durée restant à courir	180
Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young).	182
Emprunts garantis de la Communauté européenne du charbon et de l'acier	184

CINQUANTIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à

l'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE ORDINAIRE

de la

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

tenue à

Bâle, le 9 juin 1980

Mesdames, Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le cinquantième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1979 et clos le 31 mars 1980.

Après transfert de 3.989.054 francs or à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels», le bénéfice net de l'exercice s'élève à 50.977.378 francs or, contre 44.775.000 francs or environ au titre du précédent exercice et quelque 38.781.000 francs or pour l'exercice 1977-78. (Afin de pouvoir comparer les résultats des trois derniers exercices, les chiffres de 1977-78 et 1978-79 ont été recalculés, au millier de francs or le plus proche, selon la nouvelle base de conversion de \$EU 208 l'once d'or fin adoptée en juin 1979.)

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 14.648.234 francs or au paiement d'un dividende annuel de 110 francs suisses par action, ainsi qu'un montant de 3.329.144 francs or au versement d'un dividende exceptionnel et non renouvelable de 25 francs suisses, alloué à l'occasion du cinquantenaire de la Banque.

Le Conseil recommande en outre de transférer 13.200.000 francs or au «Fonds de réserve générale», 1.000.000 de francs or au «Fonds spécial de réserve de dividendes» et le reliquat du bénéfice net, soit 18.800.000 francs or, au «Fonds de réserve libre».

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende global sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1980.

L'année écoulée a été caractérisée, d'une manière générale, par une recrudescence de l'inflation dans les divers pays, un nouveau choc sur le front des prix pétroliers et de fortes hausses des cours des matières premières faisant l'objet d'un commerce international. Le Chapitre I du présent Rapport fait ressortir, en guise d'introduction, les ressemblances et les différences entre la nouvelle phase inflationniste et la précédente, qui engendra, en 1973-74, le premier choc pétrolier, et constate que tout compte fait les économies industrialisées du monde occidental sont peut-être mieux armées cette fois pour maîtriser sans tarder cette poussée inflationniste. Le Chapitre II analyse les origines de la récente hausse des prix et ses mécanismes de transmission à l'échelle internationale, ainsi que le durcissement de l'attitude des autorités face à l'inflation et les nouvelles stratégies adoptées à cet égard. Le Chapitre III examine le rôle joué par les variations de la pression relative de la demande dans le processus d'ajustement externe de divers pays, puis les changements intervenus dans les composantes de la demande, l'évolution tendancielle de la consommation de produits énergétiques et pétroliers ainsi que la relation existant entre la formation brute de capital fixe et la productivité. Le Chapitre IV confirme, en se fondant sur la croissance à long terme de la masse monétaire, l'optimisme exprimé dans le Chapitre I quant aux perspectives de parvenir à maîtriser l'inflation; il considère ensuite les nouvelles techniques mises en œuvre en vue de renforcer l'efficacité de la politique monétaire. En ce qui concerne les relations économiques internationales, le Chapitre V compare les succès relatifs obtenus, ces dernières années, par les politiques d'ajustement des balances de paiements, puis analyse la réapparition d'excédents importants dans les pays exportateurs de pétrole et les problèmes liés au «recyclage» de ces excédents en direction des pays déficitaires. Le Chapitre VI traite des marchés internationaux du crédit et des capitaux, principaux intermédiaires de ce recyclage, et rapproche cette évolution des problèmes que pose actuellement l'euro-marché aux autorités. Le Chapitre VII passe en revue la scène monétaire internationale; la première moitié expose l'évolution de la situation sur les marchés des changes et de l'or, ainsi que dans le domaine de la production d'or; la seconde moitié évalue les modifications quantitatives et qualitatives intervenues sur le plan de la liquidité internationale. Le Chapitre VIII est consacré aux propres activités de la Banque durant l'exercice et présente le bilan et les résultats financiers. La conclusion du Rapport replace l'évolution actuelle de l'économie mondiale dans une perspective plus éloignée et souligne la nécessité, pour les pouvoirs publics, de s'attaquer de façon plus crédible et plus cohérente à l'inflation mondiale.

I. LE NOUVEAU CHOC PÉTROLIER ET LA RECRUDESCENCE DE L'INFLATION: UNE RÉPÉTITION DE 1974?

Deux faits se détachent nettement de l'évolution de la situation économique au cours de l'année écoulée et pendant les premiers mois de 1980: le relèvement du prix du pétrole qui, en termes réels, a été du même ordre de grandeur qu'en 1973-74 et l'accélération de l'inflation dans tous les pays industrialisés. Dans ces deux domaines, l'analogie avec la période du premier choc pétrolier est devenue plus forte, beaucoup plus en tout cas qu'on ne pouvait le prévoir il y a un an.

Les principaux points de ressemblance peuvent être présentés de la façon suivante: l'augmentation du prix du pétrole a une double incidence, apparemment paradoxale, sur les pays importateurs de pétrole. D'une part, elle entraîne un relèvement direct du niveau des prix qui, dans le contexte d'une reprise cyclique, ne fait que renforcer une tendance ascendante déjà en cours. D'autre part, elle prélève une taxe sur les pays importateurs de pétrole, diminue leur revenu réel et exerce donc une influence déflationniste sur leurs dépenses. A l'échelle internationale, ces influences se traduisent par une détérioration des termes de l'échange de ces pays et une accentuation du déséquilibre extérieur entre importateurs et exportateurs de pétrole.

A première vue, les pays importateurs de pétrole se trouvent donc confrontés aujourd'hui exactement aux mêmes dilemmes, interdépendants, de politique économique qu'il y a six ans. Ils pourraient lutter contre l'inflation en comprimant la demande, mais risqueraient ainsi d'accentuer les effets déflationnistes qu'engendre inmanquablement le choc pétrolier. A l'inverse, ils pourraient opter pour un soutien de l'activité interne et nourrir ainsi les pressions inflationnistes. L'aspect externe de ce dilemme se présente sous la forme d'un choix entre l'ajustement ou le financement d'un déficit extérieur délibérément accepté. De plus, aucun pays ne peut éluder à plus long terme cette question essentielle: quelle politique est la plus apte à favoriser l'adaptation fondamentale, en termes réels, à la tendance ascendante des coûts de l'énergie?

Le résultat global sera évidemment différent selon que tous les pays s'engageront ou non dans la même voie. Si tous étaient prêts à lutter avec la même vigueur contre l'inflation et à ajuster leurs paiements extérieurs, il en résulterait probablement une récession mondiale synchronisée, une atténuation des rythmes d'inflation et une réduction du montant des excédents de paiements de l'OPEP. Si certains d'entre eux seulement adoptaient cette ligne de conduite alors que d'autres soutiendraient la demande interne et accepteraient leur déficit extérieur, la récession serait probablement moins sévère et vraisemblablement plus courte, mais aucun succès significatif, c'est-à-dire durable, ne serait obtenu sur le plan de la lutte contre l'inflation. En outre, des tensions pourraient apparaître sur les taux de change des monnaies des pays importateurs de pétrole et, ce qui est plus grave, on risquerait d'assister à une accentuation des divergences d'évolution des cours de change et des taux d'inflation.

Que le monde, et en particulier les pays industrialisés importateurs de pétrole, se trouve apparemment placé devant les mêmes problèmes pour la seconde fois en

L'espace d'une décennie donne à penser qu'il n'est pas parvenu à les maîtriser convenablement il y a six ans. On peut avancer deux raisons pour justifier un jugement aussi nettement pessimiste sur les résultats des politiques économiques appliquées depuis le précédent choc pétrolier.

En premier lieu, avant même la dernière série de relèvements des prix pétroliers, l'inflation – mesurée par les variations annuelles de l'indice des prix à la consommation – atteignait en moyenne environ 7% par an dans l'ensemble Groupe des Dix et Suisse, et un niveau encore supérieur si l'on considère toute la zone OCDE. Et cette moyenne masque une dispersion de plus en plus grande des taux d'inflation nationaux: seuls les pays dont les cours de change se sont fortement appréciés sont parvenus à ramener la hausse des prix sensiblement au-dessous de 10%. Dans le même temps, les cours des autres matières premières ont également commencé à monter à une cadence excessive.

Le second motif de pessimisme peut être trouvé dans le relèvement brutal du prix du pétrole. Comment se fait-il que les difficultés d'approvisionnement en pétrole engendrées par les événements d'Iran aient conduit à une hausse aussi spectaculaire et apparemment durable des prix du pétrole? N'est-ce pas la preuve qu'aucun ajustement réel n'a été opéré jusqu'à présent au renchérissement du coût de l'énergie? En d'autres termes, ne doit-on pas admettre que c'est la fermeté persistante de la demande mondiale de pétrole par rapport à l'offre qui a conforté les producteurs dans l'exercice de leur pouvoir oligopolistique en matière de fixation des prix?

L'idée directrice du présent Rapport est que la situation actuelle comporte à la fois des éléments de force et de faiblesse; que la constellation de ces éléments est différente de celle qui prévalait en 1974; et que cette différence justifie une opinion moins nettement pessimiste que celle qui a été formulée précédemment. Si les politiques poursuivies au cours des six dernières années n'ont pas été satisfaisantes, tant s'en faut, dans tous les pays ni dans tous les domaines, il n'en demeure pas moins que des enseignements en ont été tirés et qu'elles ont déjà fait, ou feront, l'objet d'ajustements appropriés. L'examen de la situation actuelle conduit en fin de compte à porter une appréciation plus nuancée, et probablement un peu moins négative, sur les perspectives économiques mondiales à court terme, que si l'on s'en tenait simplement aux ressemblances superficielles existant entre 1980 et 1974.

Éléments de force de l'économie mondiale

La première série de différences concerne l'origine et la nature du processus inflationniste actuel dans le monde industrialisé occidental (Chapitre II). Mis à part les États-Unis et, dans une certaine mesure, l'Italie et le Royaume-Uni, l'accélération de la hausse des prix à la consommation depuis les premiers mois de 1979 ne saurait être attribuée essentiellement aux pressions inflationnistes d'origine interne. Presque partout, les augmentations nominales et réelles des salaires ont été sensiblement inférieures aux taux élevés enregistrés au début des années soixante-dix. Force est de reconnaître que, si l'on se réfère à l'évolution des agrégats, les politiques monétaires n'ont pas été, jusqu'à ces derniers temps, suffisamment restrictives pour ramener le taux d'inflation à un niveau acceptable. Il n'en reste pas moins que, dans la majorité des pays industrialisés, les agrégats se développent depuis quelques années à un rythme

plus lent qu'avant la crise pétrolière de 1973-74 (Chapitre IV). L'accélération actuelle de la hausse des prix à la consommation serait donc imputable, dans une plus large mesure qu'en 1973-74, à l'évolution de la situation sur les marchés mondiaux des matières premières et de l'énergie. Cela ne signifie pas pour autant que les événements survenus sur ces marchés doivent être considérés comme un choc extérieur unique, dû aux difficultés d'approvisionnement et aux incertitudes politiques. Il n'en est rien. Cependant, même s'ils étaient considérés comme des éléments «endogènes» de l'économie mondiale et si un tel jugement devait impliquer le risque, pour les pays industrialisés dans leur ensemble, de ne pas pouvoir continuer à enregistrer les mêmes taux de croissance qu'en 1978-79 sans déclencher une flambée des cours des matières premières, on pourrait en tirer une conclusion assez optimiste: le danger est moins grand aujourd'hui qu'en 1973-74 de voir se développer un enchaînement inflationniste généralisé des prix et des salaires.

Cet optimisme modéré est renforcé par une seconde série d'observations concernant l'attitude actuelle des autorités face à l'inflation. A cet égard, le contraste par rapport à 1973-74 est même plus accentué et vaut plus généralement que dans le cas de l'origine et de la diffusion de l'inflation. En 1973-74, les principaux pays industrialisés n'ont pas tous estimé nécessaire, c'est le moins qu'on puisse dire, d'assigner la priorité à la lutte contre l'inflation: en effet, la majorité d'entre eux avait opté, pendant une certaine période tout au moins, pour une politique de relance. Or, l'an passé, la lutte contre l'inflation est devenue généralement l'objectif majeur des autorités, comme en témoigne surtout l'orientation résolument restrictive des politiques monétaires, même aux Etats-Unis, où une telle attitude s'imposait plus que partout ailleurs (Chapitre II). Les politiques budgétaires sont également devenues plus rigoureuses, ou sont sur le point de le devenir (Chapitre III). Tout aussi significative est la grande attention portée par les responsables des principaux pays à l'amélioration des techniques opérationnelles et des instruments de la régulation monétaire (Chapitre IV). Il en est surtout ainsi aux Etats-Unis, où l'échec des efforts accomplis dans le passé pour maîtriser convenablement l'évolution des variables monétaires s'explique autant par l'insuffisance des techniques de gestion, dans un environnement institutionnel en pleine mutation et fortement innovateur, que par les faiblesses inhérentes à la politique des autorités. Dans d'autres pays également, une forte hausse des taux d'intérêt s'est produite sous l'effet combiné de politiques monétaires plus conservatrices et de modifications apportées aux techniques de contrôle. Dans beaucoup de pays, les taux d'intérêt ont atteint des niveaux records en termes nominaux, et sont même fort élevés en valeur réelle si on les compare au rythme actuel de la hausse des prix.

Le troisième élément de force que présente l'économie mondiale en 1980 par rapport à 1974 concerne la répartition plus équilibrée des déficits des paiements courants (Chapitre V). Grosso modo, un tiers des déficits provoqués par l'énorme excédent de l'OPEP sera probablement le fait cette année de l'Allemagne fédérale, du Japon et des Etats-Unis. Il convient de rapprocher cette situation de celle qui prévalait en 1974 où les déficits se trouvaient massivement concentrés sur certains grands pays d'Europe — en particulier le Royaume-Uni et l'Italie — dont les positions extérieures étaient déjà précaires bien avant le déclenchement de la crise pétrolière. En somme, on peut dire — mis à part le cas des Etats-Unis — que les déficits courants les plus élevés sont aujourd'hui assumés par les deux grands pays industrialisés qui ont obtenu les

meilleurs résultats en matière de hausse des prix au cours des dernières années, tandis que la position extérieure des économies plus inflationnistes demeure relativement solide. Cette structure des déséquilibres de paiements a été engendrée à la fois par les changements intervenus dans les pressions relatives de la demande interne – sous l'influence notamment de politiques budgétaires délibérément divergentes – et par l'ajustement progressif des exportations et des importations aux modifications antérieures des taux de change réels. L'efficacité des politiques d'ajustement des balances des paiements se trouve ainsi confirmée, et c'est là un élément rassurant.

Dans deux domaines distincts, la nouvelle physionomie des paiements devrait se révéler utile dans les circonstances actuelles. En premier lieu, cette structure ne risque pas, si elle se maintient, de déclencher des mouvements perturbateurs des taux de change de même nature et de même intensité que ceux qu'a entraînés la première crise pétrolière. Il convient de se rappeler qu'en Europe la divergence d'évolution des taux de change et des rythmes d'inflation, qui a causé tant de soucis aux responsables de la politique économique en 1976 et 1977, a eu sa source dans l'extrême diversité des réactions initiales des autorités au premier choc pétrolier. A cette époque, le pays le moins inflationniste, c'est-à-dire l'Allemagne, ainsi que le Japon et les Etats-Unis, ont essentiellement axé leurs efforts sur la lutte contre l'inflation, tandis que certains autres grands pays, y compris, à partir de 1977, les Etats-Unis, ont mis davantage l'accent sur le maintien de la production et de l'emploi. Les succès de politiques anti-inflationnistes appliquées avec persévérance et l'échec généralisé des tentatives de compromis expliquent en grande partie le penchant généralement anti-inflationniste des politiques actuelles. Comme on le verra plus loin, ce changement d'attitude des autorités peut poser, le cas échéant, d'autres problèmes, mais pour l'instant il permet certainement d'empêcher le déclenchement de cercles « vicieux » et « vertueux » des taux de change et des taux d'inflation.

En second lieu, la structure actuelle des déséquilibres de paiements rend le problème du financement relativement plus facile. Les Etats-Unis, le Japon et l'Allemagne jouissent, à n'en pas douter, d'une bonne cote de crédit, et l'octroi de prêts à ces pays allégerait le fardeau du recyclage des banques qui opèrent à l'échelle internationale. A dire vrai, ces trois pays ne sont pas nécessairement tributaires des concours bancaires pour financer leur déficit en compte courant. Le Japon et l'Allemagne peuvent prélever sur leurs réserves en devises, et l'ont d'ailleurs fait assez largement. Il leur est loisible, pour couvrir leur déficit, d'émettre des titres libellés en leur propre monnaie, dans le cadre d'accords directs avec les pays de l'OPEP fortement excédentaires. Dans les deux cas, le financement ne nécessiterait aucune intermédiation et n'entraînerait donc pas de gonflement supplémentaire du bilan des banques, qui disposeraient ainsi d'une plus grande marge de manoeuvre pour recycler les excédents de l'OPEP vers d'autres pays déficitaires.

La scène monétaire internationale (Chapitre VII) présente deux autres éléments positifs qui viennent s'ajouter, ou sont étroitement liés, à ceux que fait apparaître la situation des balances des paiements.

D'abord, abstraction faite des pays qui avaient réussi à constituer des réserves substantielles en devises grâce à leurs excédents antérieurs, le montant des avoirs extérieurs est généralement plus élevé qu'il y a six ans, surtout si l'encaisse-or est évaluée à

un cours dérivé du marché. Si l'on peut difficilement soutenir, eu égard à l'importance des excédents de l'OPEP, que la liquidité internationale est excessive, une fraction des réserves peut à l'évidence être affectée au financement du déficit extérieur. En même temps, la position de liquidité du FMI s'est aussi améliorée sensiblement, et cette amélioration sera encore plus tangible lorsque le septième relèvement général des quotes-parts entrera en vigueur.

L'autre élément de force tient à la révision de la position de la plupart des pays industrialisés à l'égard du flottement des monnaies. Au moment où le monde industrialisé occidental abordait la crise pétrolière de 1974, il était fraîchement acquis à l'idée que les taux de change flottants permettaient de mieux faire face à la situation des années soixante-dix que les taux de change fixes mais ajustables du système de Bretton Woods. Nous savons maintenant que ce changement d'attitude a créé maints dommages en raison de son caractère excessif. Certes, il eût été extrêmement difficile de faire face au premier choc pétrolier avec une structure de taux de change aussi rigide que celle à laquelle avait abouti le système de Bretton Woods. Mais il est vrai également que la nouvelle attitude des autorités de plusieurs pays envers l'évolution des taux de change a été en partie responsable de l'apparition de «cercles vicieux» en Europe et des crises répétées du dollar au cours de ces dernières années. Cette conception a maintenant été révisée. Les pays membres du SME se sont officiellement engagés à assurer la stabilité des taux de change au sein de ce système; et, si aucun engagement de ce genre n'a été pris en dehors du SME, l'adoption de mesures internes de politique monétaire tenant explicitement compte des considérations de balance des paiements et les interventions massives des autorités montrent clairement que ces dernières se préoccupent véritablement de l'évolution du taux de change.

Enfin, il serait erroné de croire qu'aucune adaptation réelle n'a été opérée jusqu'à présent à la hausse des prix énergétiques de 1973-74 (Chapitre III). En effet, les économies globales d'énergie entre 1973 et 1978 par rapport au produit national brut se sont échelonnées entre 2% en Italie, 5-8% au Canada, aux Etats-Unis et en Allemagne et 9-12% au Royaume-Uni, en France et au Japon. Pendant la même période, les économies de pétrole ont même été plus importantes dans tous ces pays, à la seule exception des Etats-Unis où elles ont été négligeables.

En résumé, les éléments positifs qui différencient la situation des pays industrialisés de l'Occident en 1980 de celle de 1974 sont l'atténuation des pressions inflationnistes d'origine interne dans la majorité des pays, l'amélioration de la structure des paiements extérieurs, l'efficacité des politiques d'économie d'énergie et de pétrole, enfin et surtout, un large consensus sur la nécessité de lutter contre l'inflation et de favoriser une plus grande stabilité des taux de change.

Les zones d'ombre

Toutes ces différences ne sauraient cependant être considérées sous un jour favorable. Les sujets de préoccupation ne manquent pas, en effet, et trois d'entre eux méritent une attention spéciale.

Le premier concerne la situation particulière des Etats-Unis, évoquée précédemment, en ce qui concerne l'origine de l'inflation. Il ne fait guère de doute que l'accélération régulière du rythme d'inflation aux Etats-Unis depuis plus de trois ans est

imputable dans une très large mesure à des pressions d'origine interne. De ce fait, et compte tenu de la persistance du processus d'aggravation de la hausse des prix ainsi que du niveau très élevé du taux d'inflation courant par comparaison avec le passé, on peut penser qu'aux Etats-Unis la politique anti-inflationniste devra être appliquée avec davantage de détermination et de persévérance que dans certains autres pays industriels. Or, ce résultat ne pourra être obtenu qu'au prix d'ajustements douloureux tant aux Etats-Unis que dans le reste du monde.

Le deuxième sujet de préoccupation est justement la conjonction des aspects positifs de la situation actuelle – à savoir l'engagement de plusieurs pays d'accorder la priorité à la lutte contre l'inflation, en recourant notamment à des politiques monétaires rigoureuses, et d'assurer simultanément une stabilité relative des taux de change.

Sur un plan plus technique, l'acceptation quelque peu tardive d'une plus grande variabilité des taux d'intérêt – à des niveaux fort élevés par référence au passé – peut momentanément rendre plus difficile la coordination à l'échelle internationale des politiques de stabilisation des taux de change. Dans le climat monétaire troublé que nous connaissons actuellement, il est difficile de prévoir la réaction des marchés devant les variations et les écarts de taux d'intérêt, et des interventions officielles, même massives, peuvent fort bien, dans certaines circonstances, se révéler insuffisantes pour empêcher l'apparition soudaine d'amples fluctuations des taux de change. C'est ce qui s'est d'ailleurs produit au printemps de 1980.

Plus significative cependant est la constatation que la conversion à la doctrine d'une plus grande stabilité des taux de change a été motivée par l'expérience, généralement décevante et génératrice d'inflation, de dépréciations excessives et *non* par une déception due à l'expérience d'appréciations «ordonnées» et «modérées». Cette attitude asymétrique, venant s'ajouter à l'application généralisée de politiques de restriction monétaire et de taux d'intérêt nominaux élevés, recèle les éléments d'un processus d'appréciations compétitives des taux de change susceptible d'entraîner une profonde contraction synchronisée de l'économie mondiale. On peut dire, de manière un peu provocante, que dans le passé les cercles «vertueux» et les cercles «vicieux» s'épaulaient mutuellement. Aussi, les économies qui s'engageaient les premières dans la voie de l'ajustement ne cassaient-elles pas le rythme de l'expansion économique dans le monde; et, lorsque les pays pris dans un cercle «vicieux» se voyaient contraints à un stade ultérieur d'adopter des politiques restrictives, ceux qui avaient opéré un «ajustement précoce» étaient disposés à accepter une dose raisonnable d'expansion interne. L'Allemagne et le Japon auraient-ils pu s'offrir le luxe d'une croissance aussi rapide que celle qu'ils ont connue récemment s'ils n'avaient d'abord commencé par réduire leur taux d'inflation – grâce, en partie tout au moins, à l'appréciation de leur monnaie?

Le troisième motif de préoccupation tient simplement au fait que les six années qui se sont écoulées depuis 1974 ont été fort différentes de celles qui avaient précédé le premier choc pétrolier.

Sur le plan interne, l'expansion s'est, dans l'ensemble, considérablement ralentie depuis 1974 dans tous les pays industriels, à l'exception des Etats-Unis; la tendance au développement des investissements productifs s'est désormais interrompue; les gains de productivité sont tombés à des niveaux inquiétants, aux Etats-Unis notamment; dans de nombreux pays, le chômage demeure fort élevé; enfin et surtout, les déficits

du secteur public sont beaucoup plus importants aujourd'hui qu'en 1974, ce qui réduit singulièrement les possibilités de recours à une politique budgétaire de relance, au cas où les gouvernements décideraient d'y faire appel pour sortir leur économie d'une profonde récession.

L'économie internationale a été caractérisée par l'expansion rapide de l'activité bancaire internationale et par la contribution substantielle du système bancaire privé au recyclage des excédents de l'OPEP en 1975-76 et, durant toute la période considérée, au financement des déficits extérieurs des différents pays. De ce fait, les banques ont vu se gonfler fortement la part de leur bilan consacrée aux opérations internationales, de même que se sont accrus leurs risques-pays à la fois globalement et à l'égard de certains grands pays déficitaires. Il s'agit surtout, en l'occurrence, de grands pays en voie de développement, à revenus moyens, dont l'endettement s'est considérablement alourdi. Dans quelle mesure les banques consentiront-elles à étendre encore leur activité internationale et à assumer une part importante du fardeau du recyclage du nouvel excédent de l'OPEP, surtout après 1980, lorsque cette nécessité risque le plus de se faire sentir? Dans quelle mesure devrait-on les encourager à s'engager dans cette voie?

II. INFLATION ET CHÔMAGE

Au cours des dix-huit mois écoulés, et pour la deuxième fois en moins d'une décennie, l'inflation s'est sérieusement accélérée à l'échelle mondiale. Cette fois, pratiquement comme en 1973-74, les perturbations sont dues pour une part, et même pour l'essentiel dans de nombreux pays, à des facteurs d'origine externe reflétant la forte montée des cours des matières premières et, en premier lieu, du pétrole. Cette fois également, la poussée inflationniste a été étroitement liée au raffermissement général de la demande globale, en dépit de la persistance d'un chômage élevé dans la plupart des pays. En outre, et dans une large mesure comme en 1972-73, l'expansion soutenue de l'activité économique globale — soutenue tout au moins par rapport à un niveau d'activité qui aurait été compatible avec la stabilité des cours sur les marchés mondiaux du pétrole et des autres matières premières — a été d'une certaine façon une conséquence indésirable des efforts déployés antérieurement par les pays industrialisés pour coordonner la croissance, améliorer la structure des échanges commerciaux ainsi que des paiements et obtenir une plus grande stabilité des taux de change. Les répercussions néfastes de l'expérience de 1972-73 tenaient en partie au fait qu'on n'avait pas perçu l'intensité des effets multiplicateurs de politiques expansionnistes synchronisées. En 1978-79, le résultat aurait été moins défavorable si l'économie américaine s'était ralenti conformément aux prévisions alors que l'expansion s'accélérait en Europe et au Japon.

En dépit des ressemblances générales entre ce nouvel épisode inflationniste et celui de 1972-74, on peut distinguer deux différences importantes et interdépendantes.

Tout d'abord, les taux d'accroissement de la masse monétaire et des salaires réels ont été maintenus jusqu'à présent dans des limites relativement modérées, comparés à ceux de la période précédente. Bien que cette différence puisse s'expliquer partiellement par l'amélioration de la productivité réalisée au début des années soixante-dix, elle permet, semble-t-il, d'envisager plus favorablement, cette fois-ci, la perspective d'un ajustement convenable des revenus réels aux nouvelles perturbations d'origine externe.

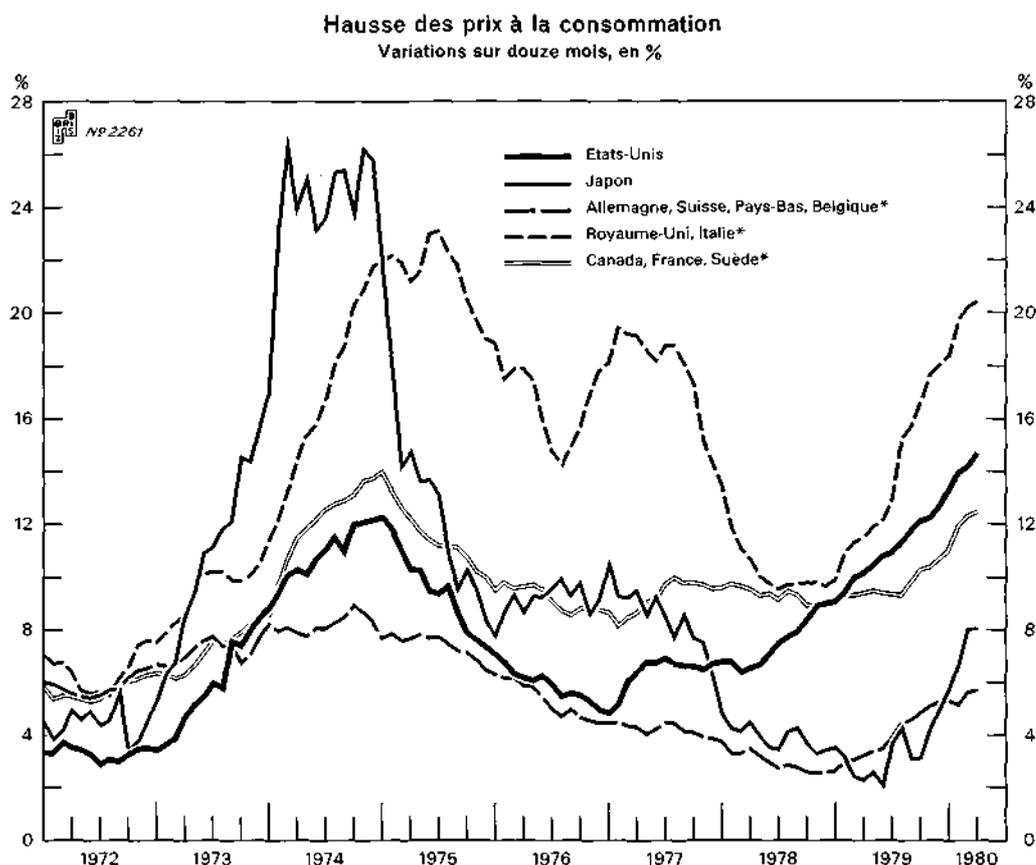
En second lieu, les réactions des autorités devant l'évolution de la situation en 1978-80 traduisent des changements d'attitude caractéristiques. A des degrés divers certes, mais dans la plupart des grands pays, l'accent a été mis sur les points suivants: forte priorité à la lutte contre l'inflation, l'essentiel des efforts visant à contenir les effets secondaires de la poussée des coûts d'origine externe; volonté d'assumer les risques qu'implique une telle attitude en termes de ralentissement ou de contraction de l'activité économique; recours accru à des mesures structurelles à moyen terme destinées à réduire le chômage grâce au développement des investissements, à l'amélioration de la productivité et de la mobilité de la main-d'œuvre; choix de stratégies macro-économiques réservant une place plus grande à la discipline budgétaire et faisant appel, dans certains cas, aux politiques de modération des revenus, la politique monétaire restant néanmoins le principal instrument de freinage; et, dans ce dernier contexte, acceptation plus large de taux d'intérêt élevés et poursuite par un certain nombre de pays d'objectifs monétaires, en vue notamment d'atténuer les anticipations inflationnistes.

Au printemps de 1980, certains signes indiquaient que ces politiques commençaient à porter leurs fruits, même si les rythmes d'inflation internes n'avaient pas encore amorcé un mouvement de baisse. Aux Etats-Unis, le nouveau resserrement brutal de la politique en mars et l'apparition de symptômes de récession de plus en plus nombreux ont contribué à faire baisser les cours d'un grand nombre de matières premières faisant l'objet d'un commerce international.

Ce chapitre rend compte de la recrudescence de l'inflation dans les principaux pays industrialisés et s'efforce de replacer ce phénomène dans le contexte général des années soixante-dix. Il donne également un aperçu des modifications intervenues dans l'attitude des autorités et dans les stratégies mises en œuvre.

Intensification de l'inflation mondiale

Alors qu'en 1978 la décélération des prix à la consommation s'était poursuivie dans tous les pays industrialisés hormis les Etats-Unis, l'an passé l'inflation s'est fortement accélérée partout dans le monde. Sur une base moyenne pondérée, le rythme de hausse atteignait 12,5% en mars 1980 dans l'ensemble Groupe des Dix et Suisse contre 7% à la fin de 1978.



Ce regain d'intensité s'est d'abord manifesté aux Etats-Unis (voir graphique de la page précédente). L'accélération des prix à la consommation au début de 1977 était due en grande partie à l'évolution des prix des denrées alimentaires de sorte que, si l'on fait abstraction de ce dernier mouvement, on obtient un rythme d'inflation à peu près identique en 1976 et 1977. En 1978, cependant, alors que l'économie américaine entrait dans sa quatrième année d'expansion successive, la hausse s'est propagée aux coûts unitaires de main-d'œuvre, élargissant ainsi considérablement son assise. En 1979, les prix à la consommation ont progressé de plus de 13% aux Etats-Unis, ou de plus de 11% si l'on exclut les coûts d'acquisition et de financement de logements, qui représentent une particularité de l'indice américain. Au début de 1980, le taux de l'inflation s'est nettement accentué. Si la levée progressive, à compter de juin 1979, du contrôle des prix du pétrole produit aux Etats-Unis n'a eu guère d'incidence sur le coût de la vie l'an dernier, on s'attend qu'il entraîne une majoration de 1% par an des prix à la consommation en 1980 et en 1981.

Hors des Etats-Unis, le renchérissement des prix à la consommation a commencé à s'accélérer vivement à la fin de 1978 ou au début de 1979. Au Royaume-Uni, son rythme a doublé en 1979, à la suite de l'échec des politiques de modération des revenus appliquées par le gouvernement travailliste au cours de l'hiver 1978-79 et de la décision du nouveau gouvernement conservateur de porter le taux de la taxe à la valeur ajoutée au niveau uniforme de 15% (mesure qui a immédiatement provoqué un relèvement de 3 ou 4% environ de l'indice des prix à la consommation vers le milieu de l'année). En Italie, les prix à la consommation ont presque été multipliés par deux l'an

Prix de gros et prix à la consommation

Pays	Prix de gros ¹					Prix à la consommation				
	variations sur des périodes de 12 mois s'achevant en									
	1976 déc.	1977 déc.	1978 déc.	1979 déc.	1980 mars	1976 déc.	1977 déc.	1978 déc.	1979 déc.	1980 mars
en %										
Etats-Unis	3,3	3,7	17,2	17,3	6,1 ²	4,8	6,8	9,0	13,3	14,7
Royaume-Uni	27,2	1,6	5,2	26,4	25,7 ²	15,1	12,1	8,4	17,2	21,8 ²
Italie	31,4	9,5	9,3	21,1	22,4	21,8	14,9	11,9	19,8	21,2 ²
Canada	5,1	8,2	11,3	15,4	13,4	5,8	9,5	8,4	9,8	9,2 ²
France	20,3	0,5	7,2	10,8	7,7	9,9	9,0	9,7	11,8	13,7
Suède	9,4	10,7	8,4	15,9	17,4	9,6	12,7	7,4	9,8	13,5
Japon	5,3	-10,4	-9,1	60,5	73,7	10,4	4,8	3,5	5,8	8,0
Allemagne fédérale	4,9	-1,9	0,7	14,5	17,2 ³	3,7	3,5	2,5	5,4	5,8 ²
Suisse	1,2	-2,8	-3,9	6,1	6,1 ²	1,3	1,1	0,7	5,1	4,1 ²
Belgique	5,5	-2,7	4,1	8,1	8,8	7,6	6,3	3,9	5,1	6,4 ²
Pays-Bas	3,8	2,5	-6,0	22,8	.	8,5	5,2	3,9	4,8	6,4 ²
Autriche	6,8	1,3	1,8	5,3	8,4 ²	7,2	4,2	3,7	4,7	5,9 ²
Danemark	11,5	5,9	-5,3	54,6	69,2	13,1	12,2	7,2	11,8	13,9
Finlande	14,1	-3,4	2,3	11,9	14,1 ³	12,3	11,9	6,4	8,6	10,7 ²
Norvège	8,0	-5,1	0,0	13,5	12,0	8,0	9,1	8,1	4,7	9,0 ²
Irlande	21,7	10,6	10,4	10,6	.	20,6 ⁴	10,8 ⁴	7,9 ⁴	16,0 ⁴	15,5 ⁴
Espagne	21,7	20,8	5,3	.	.	19,8	26,4	16,4	15,5	16,3

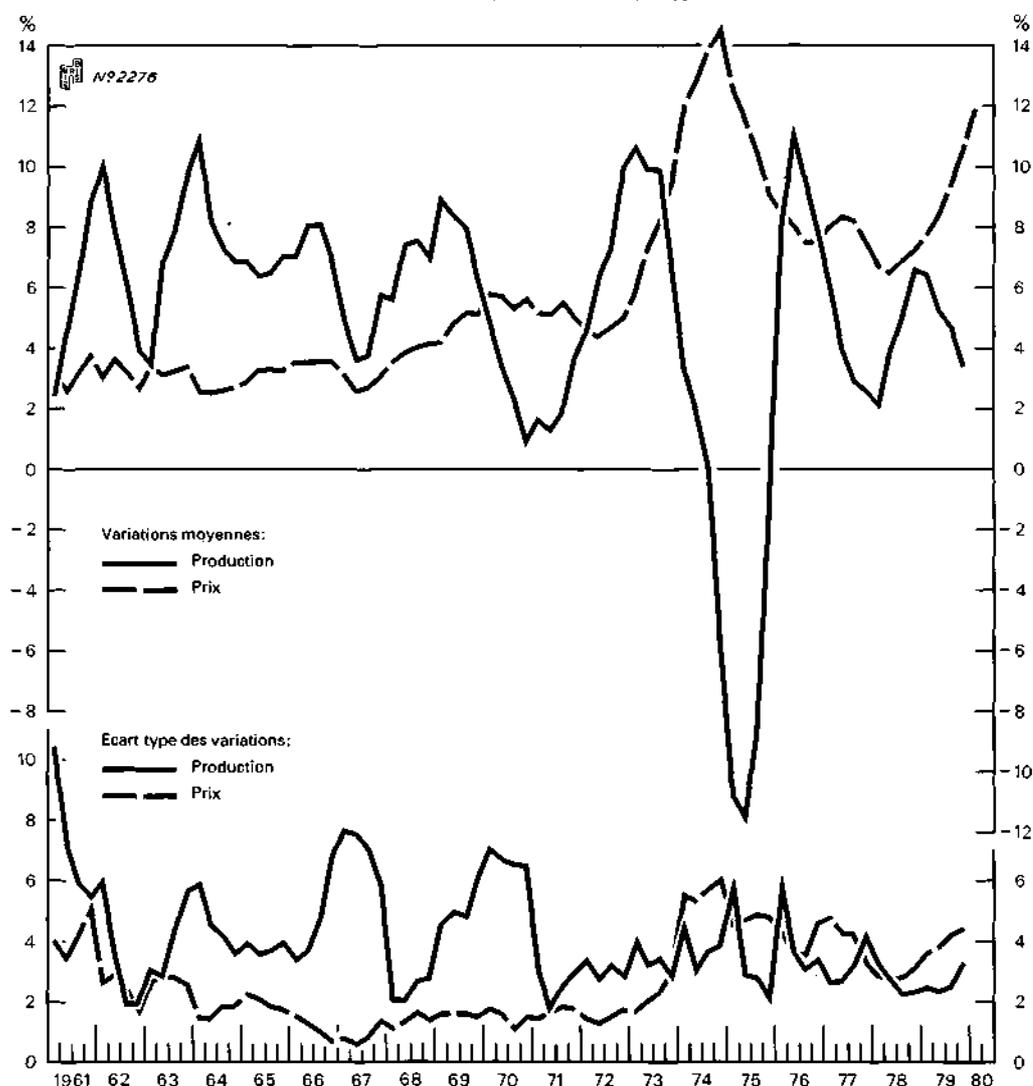
¹ Prix à l'entrée de la production (input prices) dans l'industrie de transformation, lorsque ces données sont disponibles. ² Avril. ³ Février. ⁴ Milieu du trimestre.

passé, et la hausse excédait 20% en taux annuel au début de 1980. L'accélération a été plus modérée au Canada, en France et en Suède, bien que la hausse y ait atteint ou frôlé la barre des 10%. Enfin, dans les économies européennes à taux d'inflation traditionnellement faible ainsi qu'au Japon, l'augmentation des prix à la consommation s'est intensifiée jusqu'à dépasser la cadence de 5% d'une année sur l'autre; en Suisse toutefois, le taux d'inflation est tombé au-dessous de ce niveau au début de 1980.

Le vaste mouvement d'accélération des prix à la consommation a généralement été précédé d'une forte hausse des prix de gros qui s'est amorcée – sauf dans les pays dont la monnaie s'appréciait – au début de 1978. L'évolution des prix de gros au cours

Production industrielle et prix à la consommation dans l'ensemble Groupe des Dix et Suisse*

Variations sur quatre trimestres, en %



* Les moyennes et les écarts types sont pondérés sur la base des produits nationaux bruts de 1975.

des premiers mois de 1980 donne à penser, compte tenu du rôle directeur de cet indicateur, que dans maints pays l'augmentation des prix à la consommation n'a pas encore atteint son intensité maximum.

Le graphique ci-après replace le mouvement des prix dans une perspective à plus long terme. Le trait le plus frappant est peut-être le contraste qui apparaît dans la partie inférieure du graphique. D'un côté, la dispersion des taux d'inflation dans les pays industrialisés, mesurée par leur écart type, s'est sensiblement accrue depuis l'avènement des taux de change flottants au début des années soixante-dix. Ce phénomène peut être attribué essentiellement aux différences dans les stratégies que les autorités avaient choisi d'appliquer dans le climat inflationniste des années soixante-dix, ce qui donne à penser que l'acceptation de taux flexibles était alors devenue quasiment inévitable. D'un autre côté, on note une plus grande synchronisation des cadences d'expansion de la production industrielle depuis la fin de la période des taux de change fixes. Il est d'ailleurs possible que cette évolution soit le fait d'une simple coïncidence, sans grand rapport avec les taux flottants en tant que tels. Elle reflète les efforts de relance concertés entrepris par les divers pays au lendemain du réajustement général des taux de change en décembre 1971, et devant les répercussions, à l'échelle mondiale, de la récession consécutive aux relèvements des prix du pétrole et des matières premières en 1973-74. Ensuite, l'avènement d'une phase expansionniste, qui s'est généralisée en 1978-79, a contribué à déclencher une nouvelle flambée des prix du pétrole et des cours des matières premières, ce qui a de nouveau amené les autorités à prendre des mesures d'ajustement de nature à provoquer un affaiblissement général de l'activité économique.

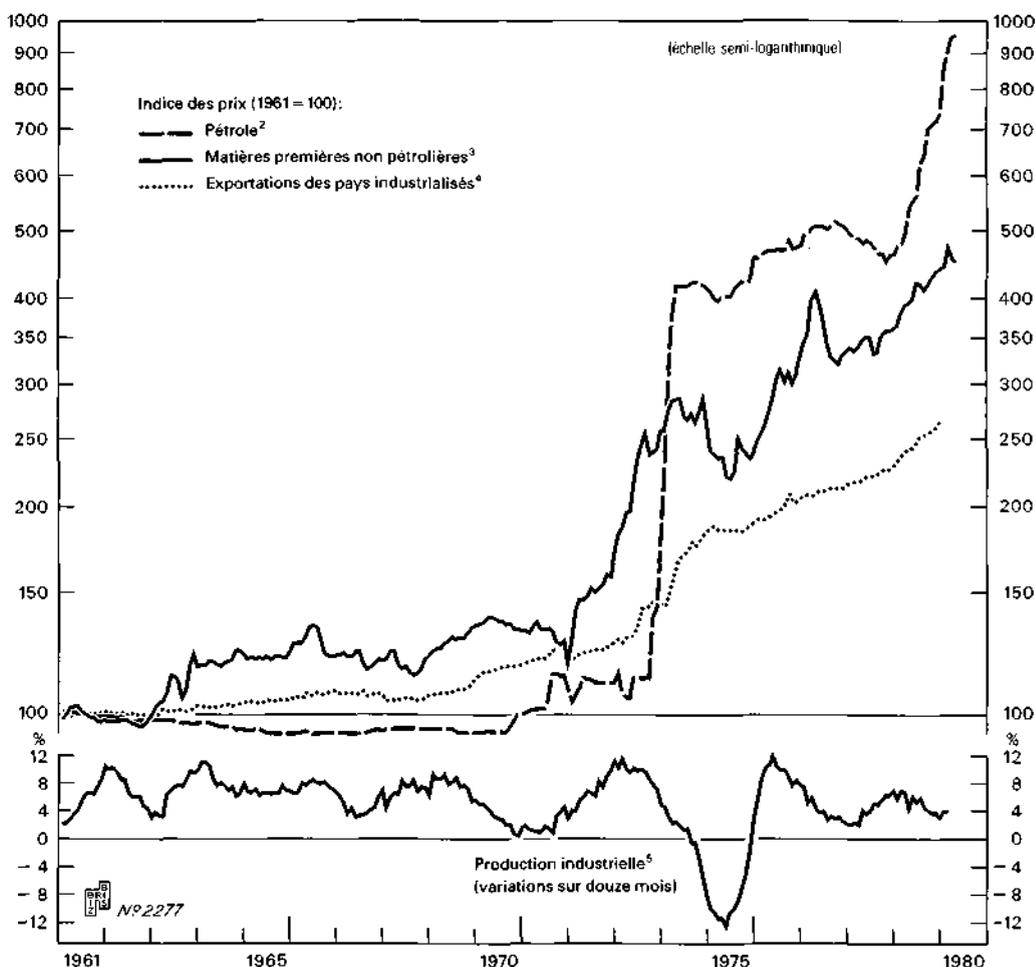
Les causes externes de l'inflation

Aux yeux du public, l'intensification de l'inflation a été principalement associée, l'an passé, à l'évolution du prix du pétrole. Cependant, la vive accélération des cours d'autres matières premières a constitué un autre facteur important de hausse des prix d'origine externe. Le renchérissement considérable du pétrole est attribuable en grande partie à la politique de prix plus agressive pratiquée par les pays producteurs de l'OPEP et à la réduction de l'offre sur le marché, du fait de la crise iranienne. Cependant pour l'essentiel, comme en 1972-73, l'accroissement de la demande dans les économies industrialisées a facilité les relèvements du prix du pétrole, tout comme elle a eu tendance à faire monter les cours d'autres marchandises faisant l'objet d'échanges internationaux.

Le graphique ci-après illustre les corrélations entre certains indicateurs de prix internationaux et la demande mondiale, mesurée par l'indice de la production industrielle dans l'ensemble Groupe des Dix et Suisse. Après une période de fléchissement en 1977, l'expansion vigoureuse de la demande globale en Europe et au Japon, s'ajoutant à la croissance persistante aux Etats-Unis et au Canada, s'est accompagnée, vers le début de 1978, d'une nouvelle envolée des cours des matières premières autres que le pétrole. A la fin de 1979, l'indicateur de l'«Economist» pour l'ensemble des matières premières (exprimé en DTS) s'était accru de 100% par rapport à son niveau le plus faible noté au cours de la récession mondiale de 1975, de plus de 50% par rapport au maximum enregistré au milieu de 1974 et d'environ 250% depuis le début de la décennie.

A titre de comparaison, la production industrielle dans l'ensemble Groupe des Dix et Suisse a connu une progression nettement moins forte: 30% par rapport au creux de la récession, moins de 15% depuis fin 1976 (où elle a rejoint son précédent maximum du milieu de 1974) et moins de 40% sur l'ensemble de la décennie. En outre, l'expansion modérée de l'activité économique au cours des années soixante-dix a également contribué à l'accélération des cours des matières premières en termes relatifs, comme le montre le graphique. Cette évolution offre un contraste saisissant par rapport à celle qui a caractérisé les deux décennies précédentes, marquées par une stabilité relative des prix du pétrole et des autres matières premières. On constate donc que les capacités d'approvisionnement en matières premières ne se développent plus au même rythme que l'expansion tendancielle de la demande mondiale. A cet égard, l'économie mondiale semble donc davantage prédisposée à engendrer des «chocs internationaux»,

Production industrielle et prix internationaux¹



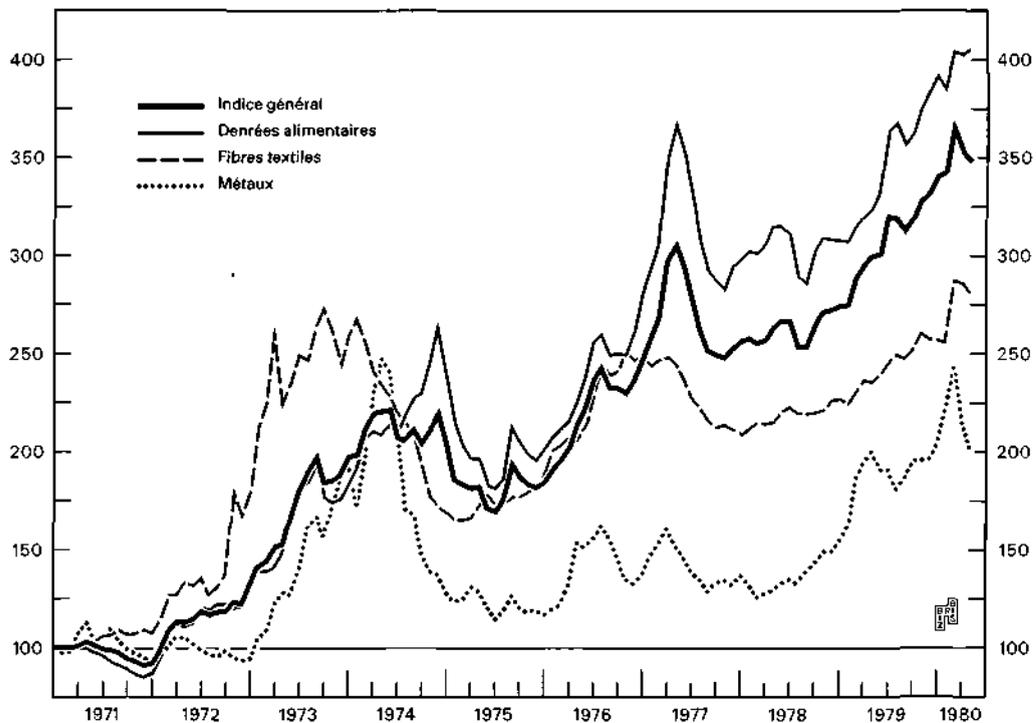
¹ Prix exprimés en DTS pour 1971-80 et en dollars EU pour 1961-70. ² Indice du prix du pétrole et des produits pétroliers publié par l'Institut de recherche économique de Hambourg (HWWA). ³ Indicateur général de l'«Economist». ⁴ Indice de la valeur unitaire des exportations des pays industrialisés, établi sur la base des données du FMI. ⁵ Moyenne arithmétique pondérée des variations de la production industrielle dans l'ensemble Groupe des Dix et Suisse. Les pondérations sont calculées sur la base des produits nationaux bruts de 1975.

les prix du pétrole et des autres matières premières réagissant par des hausses plus rapides à l'expansion de la demande mondiale, ce qui amène les autorités à adopter une attitude plus prudente vis-à-vis de ces politiques macro-économiques expansionnistes et à s'engager davantage sur la voie des économies d'énergie.

En ce qui concerne les matières premières autres que le pétrole, l'accélération des prix en 1978 et en 1979 s'est traduite par une augmentation de l'indicateur de l'«Economist» (exprimé en DTS) de 50% pour les métaux, de 30% pour les denrées alimentaires et de près de 25% pour les fibres textiles (voir graphique ci-dessous). Bien que cette situation soit imputable pour une bonne part au dynamisme de la demande globale, les cours de certaines matières premières ont également été poussés à la hausse par l'évolution de l'offre et l'apparition de nouvelles sources de demande. Par suite des mauvaises conditions climatiques en Union Soviétique, les récoltes ont été sensiblement plus réduites, ce qui a contribué à faire monter les prix des céréales et du sucre. Enfin, la vive ascension des cours du sucre, l'an passé, peut être attribuée en partie à l'annonce, début mars, que le Brésil envisageait d'affecter 40% de la récolte prévue pour 1979-80, soit 5% environ de la récolte mondiale, à la production de combustible à base d'alcool.

A la fin de l'été dernier, les marchés des matières premières ont également été secoués par une intense vague spéculative, marquée par une augmentation considérable du volume des transactions. Les cours de l'or et des autres métaux précieux se

Cours mondiaux des matières premières: indicateur de l'«Economist» exprimé en DTS
Décembre 1970 = 100



sont littéralement envolés tandis que les prix des autres matières premières étaient aussi fortement affectés par la recherche de valeurs-refuges attrayantes. L'intensification de la demande spéculative est fondamentalement une conséquence de la recrudescence de l'inflation qui s'est traduite par une réduction des rendements réels anticipés des créances nominales et a engendré, en même temps, une plus grande incertitude au sujet de ces rendements, en raison notamment du scepticisme suscité par les réactions des autorités et de l'imprévisibilité des taux de change. Au cours des six premières semaines de 1980, l'indicateur général de l'«Economist» a encore progressé (+10%), sous l'effet surtout d'un accroissement de 25% des cours des métaux. A la mi-février, cependant, ces derniers ont fortement reculé tandis que les prix des denrées alimentaires et des fibres textiles amorçaient un léger mouvement de baisse. De ce fait, à la mi-avril, les cours des métaux se situaient au-dessous des niveaux atteints au début de 1980, et l'indice de l'ensemble des matières premières avait cédé la majeure partie du terrain gagné depuis le commencement de l'année.

Il va sans dire que le doublement des prix du pétrole en 1979 a complètement éclipsé la hausse des cours des autres matières premières. Au début de l'année, la hausse des prix du pétrole a été motivée par la réduction de la production iranienne et par le désir des producteurs de l'OPEP de réajuster leurs termes de l'échange qui avaient fléchi depuis 1974. Toutefois, au fil des mois, le dynamisme dont a fait preuve la demande globale de brut — en raison à la fois de la bonne tenue de l'activité économique et du renforcement des stocks des pays importateurs de pétrole — a encouragé l'OPEP à majorer de nouveau ses tarifs. En fait, en dépit des hausses considérables des prix, l'OPEP a été en mesure d'écouler plus de pétrole en 1979 qu'en 1978. La politique agressive pratiquée par ce groupe de pays en matière de prix pour profiter de l'accélération de la demande de pétrole dans les pays industriels menaçait d'ébranler durablement la stabilité de l'ensemble de l'économie mondiale. Le renchérissement du pétrole a directement et fortement influencé le niveau des prix de gros et des prix à la consommation. Ces effets directs sur les prix, qui ne se sont pas encore fait pleinement sentir, risquaient à leur tour d'entraîner une accentuation des revendications salariales et de nouvelles hausses des prix du fait des efforts entrepris pour stabiliser salaires réels et bénéfiques. Les autorités se sont ainsi trouvées dans une position inconfortable: dans quelle mesure fallait-il permettre au secteur privé de recouvrer les revenus réels érodés par le relèvement des prix pétroliers et dans quelle mesure fallait-il s'y opposer? Une attitude conciliante pouvait certes atténuer les tendances récessionnistes, mais risquait de provoquer une hausse permanente des prix; en revanche, un comportement rigide pouvait contenir la hausse des prix, mais risquait d'entraîner un recul de l'activité économique.

En valeur absolue, la hausse des prix pétroliers en 1979 a été aussi forte qu'en 1973-74. Le prix du baril de brut «Saudi Arabian marker», qui sert traditionnellement de référence à l'OPEP pour établir son barème, est passé de \$13,34 au début de 1979 à \$26 au début de 1980. Or, il ne s'agit là que de la limite inférieure des hausses de prix effectivement appliquées par l'OPEP en cours d'année. En effet, l'attitude plus modérée de l'Arabie Saoudite dans ce domaine a été contrebalancée par les pressions exercées par la fraction «dure» de l'OPEP, de sorte qu'au début de 1980 les producteurs d'Afrique du Nord et d'Iran vendaient leur pétrole entre \$30 et \$34 le baril. De surcroît, au cours de l'année dernière, les prix officiels de l'OPEP ont eu de plus en plus

tendance à se situer au-dessous du prix d'achat moyen, étant donné qu'une part croissante de la production était écoulee sur le marché au comptant et non plus selon le système contractuel. Au second semestre de 1979, les prix sur le marché au comptant dépassaient d'une bonne moitié les tarifs contractuels de l'Arabie Saoudite. Enfin, les pressions ont été maintenues au moyen d'ajustements de production opérés par l'OPEP pour entretenir les tensions au niveau de l'offre. Toutefois, au début de 1980, les cours au comptant du pétrole ont fléchi temporairement. En mai, les ministres de l'industrie des pays de l'OPEP ont proposé une formule, devant être soumise pour examen à leurs instances supérieures, d'après laquelle les prix du pétrole seraient ajustés trimestriellement et indexés sur les taux d'inflation et les taux de croissance réels des principaux pays consommateurs de pétrole, ainsi que sur les variations de la valeur d'un panier de monnaies.

Taux de change, prix à l'importation et à l'exportation et termes de l'échange

Etant donné que les taux de change sont demeurés relativement stables en 1979, le renchérissement considérable du prix du pétrole et des autres matières premières s'est transmis de façon plus uniforme aux économies industrialisées. Comme, par ailleurs, la hausse des prix des matières premières a été plus forte que celle des produits finis, les termes de l'échange de ces économies se sont détériorés depuis la fin de 1978. Le problème de l'inflation dans le monde industrialisé s'est donc trouvé aggravé par l'évolution des prix relatifs, et le pouvoir d'achat de ces pays sur les marchés internationaux a diminué.

La relative stabilité des taux de change en 1979, décrite dans le Chapitre VII, contraste de façon saisissante avec l'expérience des années précédentes, au cours desquelles les diverses économies se sont trouvées confrontées à des pressions extérieures sensiblement différentes, du fait des fluctuations extrêmement amples des taux de change. Parmi les monnaies des pays du Groupe des Dix et de Suisse, seuls le yen et, dans une moindre mesure, la livre ont fait preuve d'instabilité en 1979. Ces deux cas mis à part, on peut donc estimer que les variations des taux de change en tant que telles n'ont pas affecté de façon substantielle les rythmes d'inflation internes l'an passé. Selon les autorités japonaises, la dépréciation pondérée du yen expliquerait à raison d'un cinquième la hausse de 16% des prix de gros de la production nationale. Au Royaume-Uni, en revanche, l'appréciation de la livre a exercé une influence modératrice sur les coûts et les prix l'an dernier. Au début de 1980, une plus grande instabilité s'est brusquement manifestée sur les marchés des changes sous l'effet de la forte remontée du dollar par rapport aux monnaies d'Europe continentale, en mars, et d'un nouveau fléchissement prononcé en avril.

L'évolution de la valeur unitaire des importations et des exportations en 1979 reflète l'accentuation généralisée des pressions exercées sur les prix par le renchérissement du pétrole et des autres matières premières. Dans nombre de pays, la tendance au fléchissement de la valeur en monnaie nationale des importations et des exportations s'est inversée en 1979 alors que, dans d'autres, l'orientation à la hausse s'est sensiblement accentuée. Le tableau ci-après montre que, si les coûts unitaires des importations de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse s'étaient très légèrement accrus en moyenne en 1978, ils ont en revanche monté de plus de 23% en 1979. Après avoir augmenté d'environ

**Variations des valeurs unitaires des importations et
des exportations dans l'ensemble Groupe des Dix et Suisse***

Rubriques	1976	1977	1978	1979
	4ème trimestre	4ème trimestre	4ème trimestre	4ème trimestre
	Variations sur quatre trimestres, en %			
Valeurs unitaires moyennes:				
Importations	9,4	5,6	0,8	23,4
Exportations	8,9	4,4	4,0	15,0
Valeurs unitaires moyennes (Japon non compris):				
Importations	10,1	7,2	2,6	18,6
Exportations	9,6	5,3	5,0	14,3
Ecart type des valeurs unitaires:				
Importations	11,1	8,3	9,1	16,3
Exportations	9,4	5,6	5,9	6,1
Ecart type des valeurs unitaires* (Japon non compris):				
Importations	11,4	6,7	7,1	5,3
Exportations	9,5	4,8	5,2	5,9

* Moyennes non pondérées et écarts types des pourcentages de variation des valeurs unitaires exprimées en unités monétaires nationales.

4% par an en 1977 et 1978, la valeur unitaire du coût des exportations a progressé de près de 15% l'an passé. Du fait de la relative stabilité sur le marché des changes, les dispersions ou écarts types des taux de variation ont été moins prononcés l'année dernière par rapport aux valeurs moyennes; en ce qui concerne les prix à l'importation, la dispersion s'est réduite en valeur absolue, si l'on exclut les chiffres concernant le Japon.

Si, l'année dernière, la hausse généralisée des prix des biens échangés avec l'extérieur a mis en relief le problème de l'inflation dans le monde industrialisé, la montée en flèche des cours des matières premières par rapport à ceux des produits finis a entraîné, quant à elle, une forte détérioration des termes de l'échange de la plupart des grands pays industriels. Ce phénomène a été particulièrement net aux Etats-Unis, au Japon et en Allemagne. Le Canada, en revanche, qui subvient à ses besoins en pétrole et en gaz et est un important exportateur de matières premières, a vu ses termes de l'échange s'améliorer. Malgré tout, ce pays n'a pas été mis à l'abri d'un enchérissement des prix internes du pétrole et des autres matières premières, même si l'opposition politique à une redistribution régionale des revenus a empêché les prix du pétrole national de rejoindre les niveaux internationaux, limitant ainsi l'importance du facteur pétrolier dans l'inflation.

En règle générale, on peut dire que l'évolution récente des termes de l'échange a ressemblé à celle qui a accompagné le relèvement brutal des prix du pétrole et des autres matières premières en 1973-74. Après une brusque détérioration en début de période, les termes de l'échange de la plupart des pays industrialisés se sont quelque peu redressés pendant la fin de l'année 1974 et en 1975. Dans une certaine mesure cependant, ce mouvement a reflété la majoration des prix à l'exportation qui ne résultait pas du renforcement de la demande de biens exportés par les pays industrialisés

mais était plutôt une conséquence indirecte de la recrudescence de l'inflation interne par les coûts. Aussi, si le monde industrialisé réussit mieux cette fois à maîtriser les nouvelles conséquences inflationnistes du choc international en matière de prix, est-il possible que l'amélioration de ses termes de l'échange soit inférieure à ce qu'elle a été en 1974-75.

Perturbations d'origine externe et ajustement des salaires et des prix internes

Dans un monde étroitement interdépendant, l'inflation constatée dans un pays donné trouve son origine dans une combinaison de facteurs externes et internes. Ainsi, pendant les années soixante-dix, les taux nationaux d'inflation ont assez fidèlement reflété les perturbations globales des prix du pétrole, des denrées alimentaires et des autres matières premières. Dans la phase actuelle de hausse des prix, les facteurs externes ont de nouveau joué un rôle prépondérant, même si, dans divers pays, notamment aux Etats-Unis, en Italie et au Royaume-Uni, l'évolution interne a également eu une influence importante.

L'effet primaire exercé par le renchérissement des produits énergétiques et des autres matières premières sur les prix à la consommation représente un indice révélateur de l'ampleur du choc provoqué l'an dernier par les prix à l'importation. Dans le calcul de cette incidence entrent en ligne de compte les répercussions produites sur les prix à la consommation par les coûts des produits énergétiques autres que le pétrole de l'OPEP, qui ont augmenté, et continuent de le faire dans certains cas, dans le sillage de la hausse des prix de ce groupe de pays en 1979. Théoriquement, on pourrait utiliser des coefficients d'entrée-sortie (input-output) pour évaluer cette incidence sur les prix à la consommation avant que ces derniers ne soient de nouveau affectés par des relèvements salariaux induits ou dus à l'indexation, transmis par le biais d'un alourdissement des coûts unitaires de main-d'œuvre. Faut de disposer d'informations sur ces entrées et sorties, on peut utiliser, pour évaluer approximativement l'effet primaire des hausses des prix de l'énergie, la part des produits énergétiques entrant dans les dépenses de consommation, qui s'échelonne entre 6 et 9% dans la plupart des pays industriels. En d'autres termes, si le doublement des prix de l'OPEP en 1979 devait aboutir, au stade du consommateur, à une augmentation de 33 à 50% du coût de l'énergie — hypothèse qui semble raisonnable au vu de l'expérience antérieure — l'effet primaire pourrait se traduire par un relèvement de 2 à 4½% du niveau des prix à la consommation. En outre, si l'on estime que les produits de base autres que l'énergie entrent pour 10 à 15% dans la production finale des biens de consommation, on peut considérer qu'en 1979 l'incidence de la hausse des matières premières non énergétiques sur le niveau des prix à la consommation s'est située entre 1 et 3%.

En termes de relations entrées-sorties, les économies industrielles se trouvent toutes exposées de façon assez semblable aux chocs extérieurs émanant des marchés des matières premières, pétrole compris. Cependant, dans un pays fortement tributaire du commerce extérieur, l'évolution du taux de change peut accentuer l'instabilité des prix intérieurs et des salaires. Le tableau ci-après montre que la plupart des pays de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse sont beaucoup plus ouverts au commerce international depuis le retour généralisé à la convertibilité des monnaies en 1958. Des économies très ouvertes, comme la Belgique et les Pays-Bas, représentent des cas typiques de

Degré d'ouverture au commerce international

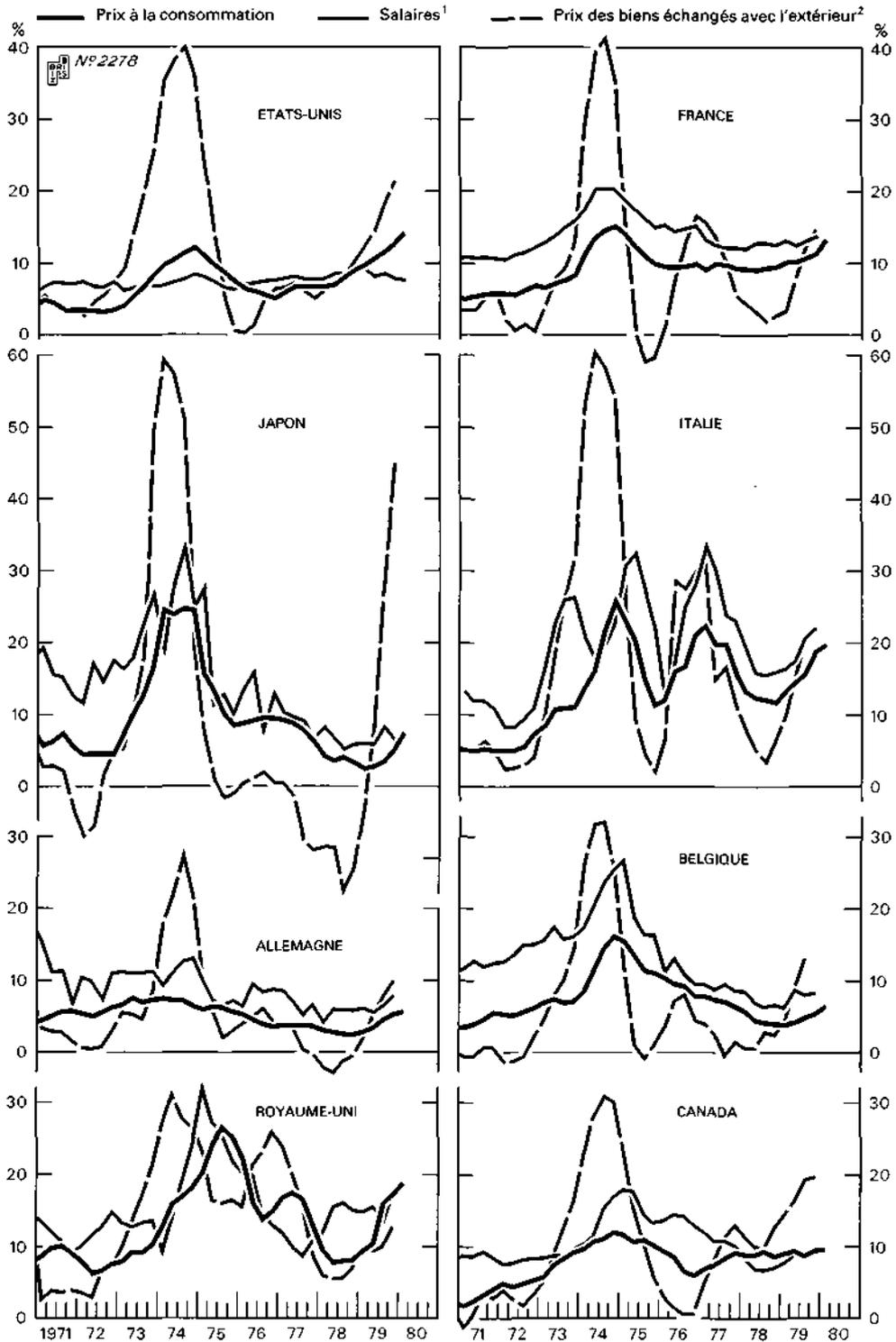
Pays	Moyenne exportations + importations de biens et services		
	1958	1968	1978
en % du produit national brut			
Allemagne fédérale	20	21	26
Belgique	31	39	51
Canada	18	21	25
États-Unis	5	5	10
France	13	14	20
Italie	12	16	24
Japon	11	10	10
Pays-Bas	47	44	47
Royaume-Uni	20	21	29
Suède	23	22	28
Suisse	27	30	34

pays où les autorités doivent faire preuve d'une grande souplesse dans l'application de leur politique pour compenser toute pression indésirable d'origine externe. Dès lors, on comprend mieux pourquoi les économies de plus petite taille ont généralement eu tendance, en raison de leur ouverture sur les marchés étrangers, à aligner étroitement leur taux de change sur ceux des pays voisins plus importants.

Pendant la période 1979-80, l'un des objectifs essentiels de la politique intérieure a été de limiter les effets secondaires, au niveau du couple salaires/prix, des pressions inflationnistes émanant du secteur des biens échangés avec l'extérieur. L'examen du graphique de la page suivante montre qu'aux États-Unis et au Canada les salaires nominaux ont moins progressé, ces dernières années, que les prix à la consommation. Cette évolution présente un caractère positif en ce sens qu'elle s'accorde avec la nécessité de ralentir la spirale inflationniste, notamment dans les pays qui ont enregistré une perte de revenu réel provoquée par des facteurs externes. Elle revêt un côté négatif parce que le fléchissement marqué des salaires réels risque d'engendrer ultérieurement une recrudescence des revendications salariales et de rendre ainsi plus difficile la réduction à court terme du niveau de l'inflation. Dans les autres pays, toutefois, les salaires ont plutôt eu tendance à s'ajuster à la hausse des prix à la consommation. L'indexation a souvent joué un rôle dans ces ajustements, soit dans le cadre de mécanismes officiels, comme en Italie et en Belgique, soit de facto, comme c'est à présent le cas un peu partout.

Le graphique fait apparaître également que la variabilité des prix des biens échangés avec l'extérieur, représentée par les valeurs unitaires moyennes des exportations et des importations exprimées en monnaie nationale, a été beaucoup plus forte que celle des salaires et des prix internes dans les années soixante-dix. Autre fait intéressant: dans une certaine mesure, l'évolution des prix à la consommation a semblé accompagner ou suivre celle des prix des biens échangés avec l'extérieur. La perturbation majeure est liée au premier choc pétrolier et à la flambée des cours mondiaux des matières premières en 1973-74, et les premiers effets d'une évolution analogue apparaissent nettement à partir de 1978.

Prix des biens échangés avec l'extérieur, salaires et prix à la consommation
Variations sur quatre trimestres, en %



¹ Rémunérations horaires; taux de salaire dans le cas de la France, de l'Italie et du Royaume-Uni. ² Valeurs unitaires moyennes des exportations et des importations, exprimées en unités monétaires nationales.

On constate aussi qu'après 1974 les pays considérés sont dans l'ensemble parvenus à réduire graduellement le rythme de progression des salaires et des prix. Au Royaume-Uni et en Italie cependant, et à un degré moindre en France, les effets perturbateurs de la récession de 1974-75 ont contribué à l'apparition ultérieure de crises de change qui ont mis un terme aux progrès accomplis dans la voie d'une plus grande stabilité des prix et des salaires. D'une manière générale, le succès ou l'échec relatif enregistré par les divers pays dans la lutte contre l'inflation a eu tendance à être amplifié, ou véhiculé par l'évolution des taux de change. Ainsi, en 1978, les taux d'inflation étaient beaucoup plus faibles en Allemagne, au Japon et en Belgique que dans les pays où la politique suivie avait conduit à une dépréciation de la monnaie.

Si, dans la plupart des pays, les salaires se sont alignés assez étroitement, à plus long terme, sur les prix à la consommation, le graphique montre néanmoins qu'ils ont évolué de manière fort indépendante dans chaque pays et que les années soixante-dix ont connu de nouvelles «explosions» salariales. C'est ainsi qu'en Italie les augmentations de salaires ont eu nettement tendance à devancer la hausse des prix en 1972-73. Au Royaume-Uni, la progression des rémunérations a également eu tendance à précéder celle des prix pendant la majeure partie de la période se terminant en 1977-78, et plus particulièrement en 1973-74, bien que les clauses d'indexation officielle de la politique des revenus du gouvernement aient contribué en même temps à ce que les hausses des prix de détail entraînent rapidement des majorations substantielles des salaires nominaux.

Comme indiqué précédemment, la situation actuelle comporte des aspects préoccupants; en effet, dans certains pays, les salariés voudront sans doute rattraper les pertes de revenu réel qu'ils ont subies ces dernières années. Le tableau ci-après

Rémunérations réelles dans l'industrie¹

Pays	1965-72 variation annuelle moyenne	Variations sur les périodes de douze mois s'achevant en							
		déc. 1973	déc. 1974	déc. 1975	déc. 1976	déc. 1977	déc. 1978	déc. 1979	1980 dernier mois dis- ponible
		en %							
Etats-Unis	1,8	2,0	-3,2	-0,8	2,8	0,7	0,2	-4,6	-5,8 ²
Canada	3,6	0,4	3,6	3,6	6,5	0,1	-1,7	-0,4	0,3 ³
Japon	7,3	9,5	1,2	0,7	2,4	2,0	1,6	0,7	-0,6 ³
Allemagne fédérale	5,7	2,3	6,5	0,3	5,6	4,5	1,5	0,8	0,3 ³
France	4,6	6,8	4,4	4,7	4,7	2,8	2,6	1,8	.
Royaume-Uni	2,8	3,7	7,0	-3,4	-2,4	-0,8	5,9	1,6	-0,3 ²
Italie	7,2	11,7	-1,0	8,2	5,8	7,0	3,8	2,3	1,1 ²
Belgique	5,7	8,2	8,4	4,7	1,8	2,3	2,6	3,0	1,6 ²
Pays-Bas	4,3	5,0	5,6	3,7	-0,1	1,3	1,1	-0,5	-1,1 ²
Suède	4,7	1,0	1,9	9,0	1,3	-3,4	-1,2	-1,3	-3,0 ⁴
Suisse	1,7	-2,4	5,2	2,7	-0,2	1,0	3,0	-2,4	.
Autriche	4,7	3,9	5,1	3,4	0,0	0,2	1,0	2,3	.
Danemark	5,0	10,7	5,6	3,9	-1,5	-1,8	2,7	1,4	.
Finlande	5,1	4,6	6,6	-0,8	1,5	-3,6	2,5	3,1 ⁵	.
Norvège	3,7	3,1	9,1	5,9	7,9	-0,1	-1,2	-3,3	.
Irlande	5,3	7,5	4,7	10,8	-2,7	3,7	5,2	.	.
Espagne	6,5	9,5	7,5	12,2	10,8	0,1	9,8	7,8	.

¹ Rémunérations nominales ajustées en fonction de la hausse des prix à la consommation. Les chiffres en italiques sont établis sur la base des taux de salaires. ² Mars. ³ Février. ⁴ Janvier. ⁵ Septembre.

montre que les salaires réels, c'est-à-dire les rémunérations salariales nominales ajustées pour tenir compte de l'inflation, ont en fait baissé l'an dernier dans quatre pays de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse alors que, dans les autres pays industrialisés, les majorations ont été relativement faibles par comparaison avec le passé.

Si l'on en juge d'après les récentes augmentations des prix de gros, on peut s'attendre prochainement à de nouvelles et fortes pressions à la hausse sur les prix à la consommation. Dans ces conditions, l'inflation sera influencée par les caractéristiques particulières du mécanisme salaires/prix dans chaque pays, et notamment par le degré d'intervention directe des pouvoirs publics dans le processus de fixation des revenus. En définitive, cette évolution dépendra aussi pour beaucoup des objectifs fondamentaux des autorités et de leur détermination à modérer la croissance de la demande.

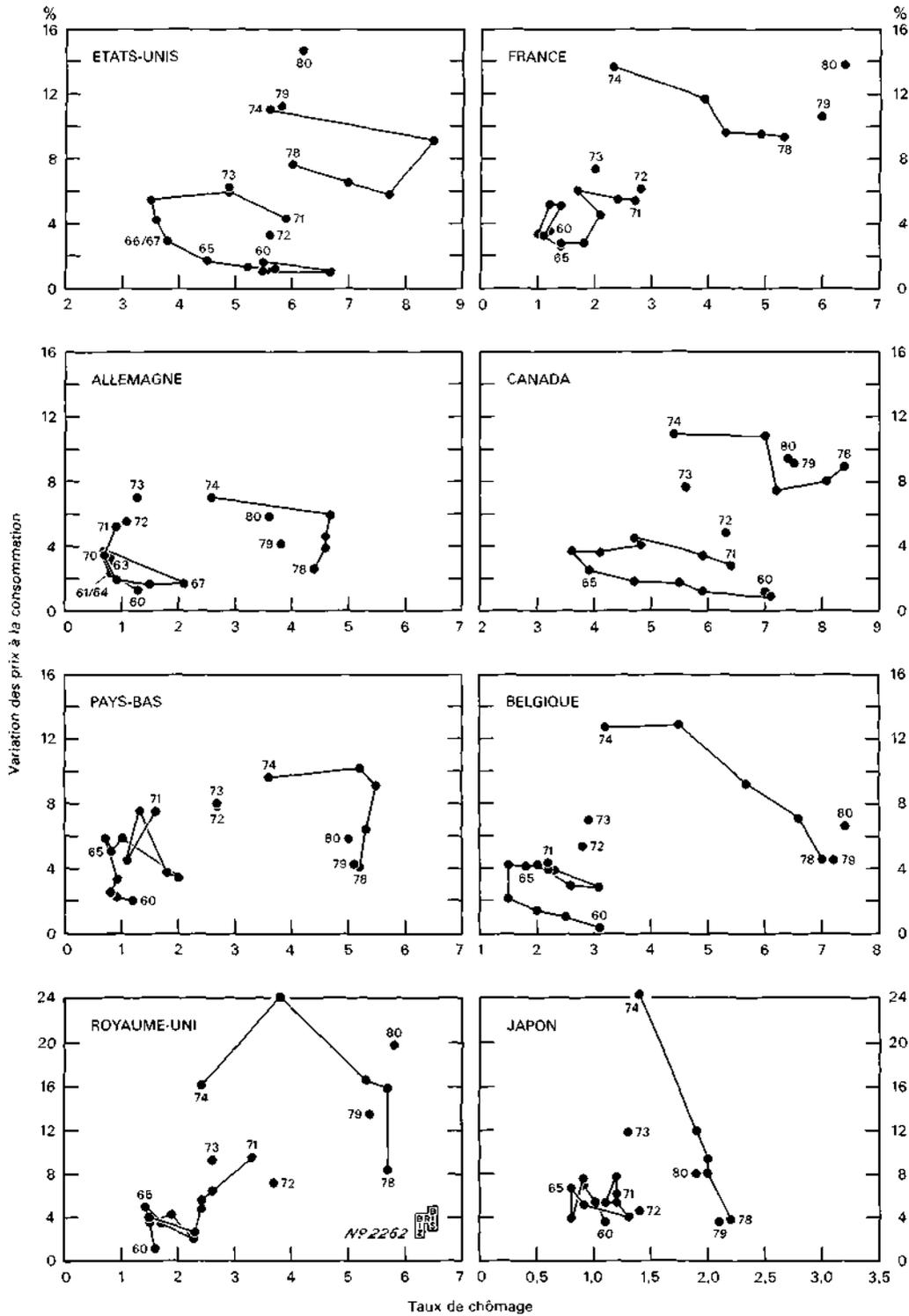
Le graphique de la page 25 illustre les diverses combinaisons entre chômage et hausse des prix à la consommation enregistrées dans huit pays au cours des vingt dernières années. On peut considérer que ces combinaisons reflètent des déplacements de la «courbe de Phillips», où le chômage, qui mesure approximativement l'équilibre entre la demande et l'offre globales, varie normalement à l'inverse du taux d'inflation.

Le graphique fait apparaître que, depuis la récession mondiale de 1974-75, divers pays — Allemagne, Japon, Belgique et Pays-Bas — ont réussi à ramener leur taux d'inflation à un niveau égal, voire inférieur, à celui qu'ils enregistraient avant la surchauffe économique généralisée de 1972-73. En dépit de différences sensibles dans le processus de détermination des salaires et des prix, les politiques mises en œuvre dans chacun de ces pays ont contribué à atténuer l'inflation. Certains ont mis plus d'ardeur que d'autres à influencer les mécanismes d'ajustement des salaires et des prix ainsi que les résultats qu'ils permettent d'obtenir. Mais on peut noter que le trait commun à ces quatre pays a été l'appréciation de leur monnaie. Anticipant l'évolution effective des prix, ces mouvements des taux de change ont confirmé la justesse de la stratégie adoptée par les autorités. Ainsi, la réaction du taux de change a renforcé les pressions de la politique économique sur les taux d'inflation, ou les a rendues possibles par le canal du secteur extérieur.

D'autres pays ont moins bien réussi à contenir l'inflation depuis la dernière récession mondiale. Aux Etats-Unis, ce phénomène a été dû au fait que les autorités ont délibérément choisi de pratiquer une politique d'expansion économique, recourant notamment à la dépréciation monétaire pour réduire sensiblement le chômage, au prix cependant d'une nouvelle poussée d'inflation interne. De même, la dépréciation de la livre sterling jusqu'à fin 1976 a accentué les vives pressions inflationnistes au Royaume-Uni durant cette période. Depuis, l'appréciation de la monnaie britannique a toutefois joué un rôle modérateur dans ce domaine. Au Canada et en France, le niveau du chômage est demeuré élevé et a peut-être ainsi permis de maintenir l'inflation à un niveau inférieur à celui qu'on aurait obtenu autrement.

Le graphique fait clairement ressortir un phénomène inquiétant: dans tous les pays, l'«arbitrage» inflation/chômage a eu tendance à évoluer de façon défavorable pendant les périodes de surchauffe de l'économie mondiale. Tel a été le cas vers la fin des années soixante et, de façon encore plus prononcée, en 1972-73. Bien que, dans chaque pays, la vigueur de la demande interne explique en partie les modifications qui se sont produites au cours de ces phases, la synchronisation prononcée du cycle

Inflation et chômage Moyennes annuelles*



* Les points se rapportant à 1980 ont été déterminés à partir des dernières données mensuelles disponibles.

conjoncturel à l'échelle internationale et les pressions qui en sont résultées sur les prix du pétrole et des autres matières premières pendant ces périodes d'intense activité ont joué un rôle déterminant à cet égard. Devant la hausse des prix internationaux, les autorités ont certes adopté des politiques anti-inflationnistes, mais leur action n'a été ni assez énergique, ni assez durable pour éviter une recrudescence persistante des anticipations inflationnistes en période de haute conjoncture. Au cours des phases ultérieures de récession et d'accroissement du chômage, l'inflation a eu, de fait, tendance à se calmer, à des degrés divers selon les pays, mais la reprise de l'activité est généralement partie d'un niveau d'inflation ou de chômage plus élevé que la fois précédente. Il convient de souligner tout particulièrement qu'aucun des cinq pays qui, en 1978, avaient réussi à ramener le rythme de hausse des prix à des niveaux presque égaux, voire inférieurs, à ceux de 1971, n'a pu faire baisser sensiblement le chômage par rapport à 1975, et que son niveau est resté partout nettement supérieur à celui de 1971.

Une nouvelle modification semble s'être amorcée récemment dans certains pays dans l'«arbitrage» inflation/chômage, notamment aux Etats-Unis, en France, en Belgique et au Royaume-Uni. D'autres pays, parmi lesquels l'Allemagne et le Japon, ont réussi jusqu'à présent à empêcher un tel mouvement.

Evolution des stratégies de lutte contre l'inflation

Compte tenu des expériences enregistrées à la suite de l'accès inflationniste généralisé de 1973-74, les responsables de la politique économique ont dans l'ensemble accordé beaucoup plus d'importance, cette fois, à la nécessité de prévenir la propagation et l'intensification des pressions inflationnistes. Bien que le chômage demeure élevé, et aille même en augmentant dans certains cas, les autorités ont accordé partout la priorité à la lutte contre l'inflation des prix et des salaires. Etant donné la persistance d'importants besoins d'emprunt dans le secteur public et les craintes largement répandues que ces derniers n'engendrent une croissance monétaire excessive, nombre de pays industrialisés ont durci leur politique budgétaire, ainsi qu'il est exposé au Chapitre III. En outre, malgré certaines déconvenues en matière de politique de modération des revenus, quelques pays ont continué, à l'aide de moyens adaptés à leur structure institutionnelle, à essayer d'influencer directement l'évolution des salaires et des prix. Le trait le plus frappant, cependant, de l'attitude actuelle des autorités est le durcissement général imprimé à la politique monétaire (Chapitre IV). Les pouvoirs publics paraissent résolus à enrayer énergiquement les anticipations inflationnistes, même au prix d'un fort ralentissement ou d'une contraction de l'activité économique.

La soudaine recrudescence des pressions inflationnistes a singulièrement réduit les options offertes, à court terme, aux autorités nationales en matière de politique économique. Devant la nécessité d'obtenir un freinage rapide et sensible de la demande, celles-ci ont cherché à minimiser les effets néfastes d'une telle action sur le niveau de l'emploi en s'efforçant d'infléchir radicalement les anticipations inflationnistes. Tout en expliquant clairement les objectifs à court terme qu'elles s'étaient fixés pour combattre l'inflation, elles ont cherché à mettre davantage l'accent sur les politiques à moyen terme visant à assurer graduellement une plus grande stabilité. C'est dans ce contexte qu'il faut replacer l'action entreprise du côté de l'offre pour lutter contre l'inflation et qui consiste à adopter des mesures structurelles pour accroître la

production en fonction de la demande. Pratiquement tous les pays sont à la recherche de moyens permettant de renverser la tendance descendante des gains de productivité, notamment en encourageant la formation de capital fixe, en développant les incitations au travail, en augmentant la mobilité de la main-d'œuvre et en améliorant la formation professionnelle.

Les réactions des autorités face à l'intensification de l'inflation présentent une remarquable analogie. D'une manière générale, on peut dire qu'elles sont caractérisées par un retour au conservatisme monétaire et qu'elles reflètent, entre autres choses, un scepticisme grandissant à l'égard de la validité des politiques gradualistes qui cherchent à gagner sur les deux tableaux à la fois, c'est-à-dire à maintenir l'essor de la production et à revenir progressivement à la stabilité des prix. Trop souvent, de telles politiques n'ont fait qu'aggraver les anticipations inflationnistes puisqu'elles ont vivement encouragé les particuliers et les entreprises à repousser leur ligne d'horizon en ce qui concerne la durée escomptée de l'inflation. Il convient de noter enfin que la similitude des réactions monétaires et budgétaires des divers pays n'est pas le résultat d'une coordination délibérée des politiques, sauf dans le cadre du Système monétaire européen, mais qu'elle est plutôt l'expression d'une attitude commune devant la menace inflationniste. En raison du désir unanime de se mettre à l'abri des conséquences inflationnistes d'une dépréciation monétaire, la vive montée des taux d'intérêt aux Etats-Unis a probablement incité maints pays à relever leurs propres taux d'intérêt plus rapidement et plus fortement qu'ils ne l'auraient fait autrement. En mars 1980, certains pays européens étant peu enclins à freiner encore leur activité économique, les nouvelles mesures de resserrement et de contrôle du crédit prises par les Etats-Unis ont entraîné une appréciation sensible, mais de courte durée, du dollar par rapport aux monnaies européennes continentales. Le dilemme ainsi posé aux autorités de ces pays s'est atténué dans le courant du mois d'avril avec la baisse du dollar et le recul brutal et accentué des taux d'intérêt aux Etats-Unis.

Les paragraphes suivants rendent compte brièvement de l'évolution récente des attitudes et des stratégies dans certains grands pays.

Vers le milieu de l'année 1978, au moment où s'amorçait la flambée des cours mondiaux des matières premières, les *Etats-Unis* se sont trouvés confrontés à un sérieux problème d'inflation d'origine interne. Alors que l'expansion vigoureuse se poursuivait depuis le milieu de 1975 et que l'inflation s'accélérait depuis le début de 1977, l'économie américaine s'est montrée obstinément rebelle aux tentatives de freinage des autorités. Bien qu'il soit difficile de déceler les raisons de cette résistance, on peut l'imputer notamment à la vigueur croissante des anticipations inflationnistes et à l'abondance du crédit. Par suite de la rapidité des innovations en matière financière et des importantes modifications apportées aux réglementations administratives depuis le milieu des années soixante, les Etats-Unis se trouvaient dotés d'un système de crédit extrêmement souple dont les taux d'intérêt représentaient le principal dispositif de freinage. En termes réels, les taux d'intérêt se situaient toutefois à un faible niveau.

La stratégie suivie actuellement par les autorités des Etats-Unis a commencé à prendre forme vers la fin de 1978. Le taux d'utilisation des capacités avait alors été jugé élevé, et les préoccupations de l'Administration s'étaient détournées de plus en plus du problème du chômage pour se porter vers celui de l'inflation. En octobre de la même

année, les pouvoirs publics durcirent la politique budgétaire et renforcèrent le système de normes en matière de prix et de salaires. Au début de novembre, au terme d'un recul prolongé et accentué du dollar, ils décidèrent de pratiquer une politique d'intervention active sur les marchés des changes, qui s'appuyait sur un relèvement des taux d'intérêt et sur les emprunts à l'étranger. Ces mesures marquèrent un changement d'attitude dans la politique des Etats-Unis à l'égard du taux de change. Dans le courant de l'année 1979, devant la progression persistante de l'inflation, les actions entreprises dans les domaines budgétaire et monétaire s'orientèrent vers une plus grande modération, mais c'est seulement au début de l'automne que le loyer de l'argent s'est à nouveau fortement tendu. Dans le cadre de l'important programme de restrictions monétaires lancé le 6 octobre, les autorités ont opéré un changement dans le choix des techniques opérationnelles, en mettant l'accent sur la régulation quantitative des réserves des banques au détriment de la manipulation des taux d'intérêt du marché monétaire. Ce changement de stratégie traduisait un engagement accru envers l'objectif de croissance des agrégats monétaires, étant entendu que les taux d'intérêt allaient du même coup enregistrer de plus amples variations.

De nouvelles difficultés ont surgi au début de 1980. La vive hausse des prix, tant au niveau de la production qu'à celui de la consommation, et le scepticisme grandissant à l'égard du caractère restrictif de la politique budgétaire tel qu'il ressortait du nouveau budget n'ont fait que renforcer les doutes sur la détermination des pouvoirs publics. Dès lors, il devenait inévitable d'adopter un programme de restrictions plus sévères, ce qui fut fait en mars. Sur le plan monétaire, celui-ci comporte un dispositif de contrôle direct du crédit. Bien que ce système soit spécialement conçu pour renforcer, et non pour remplacer, la régulation des réserves bancaires et l'utilisation de taux d'intérêt élevés, il confère temporairement à la Réserve fédérale de nouveaux et vastes pouvoirs. Des compressions budgétaires et une taxation des importations pétrolières ont également été proposées pour renforcer ces mesures de caractère monétaire. Par la suite, le taux débiteur de base des banques a été porté à 20%, avant le brutal retournement de la situation monétaire à la mi-avril, dû à la fois aux conséquences du nouveau programme monétaire en matière de rationnement du crédit et à l'apparition de signes de plus en plus nombreux d'un glissement vers la récession.

Au *Royaume-Uni*, le gouvernement conservateur élu en mai 1979 a confirmé les objectifs à moyen terme fixés à la politique économique, à savoir la réduction de l'inflation et du chômage; en même temps, il a clairement défini la nouvelle stratégie, qui s'en remettra désormais davantage aux mécanismes du marché. Lors de la présentation du budget, au mois de juin, et à l'occasion des déclarations de politique économique faites par la suite, le gouvernement a exposé les éléments essentiels de sa stratégie: recours accru à la politique monétaire pour abaisser progressivement le taux de croissance de la masse monétaire et éradication de l'inflation du système grâce à une réduction de la demande nominale. Le second volet de cette stratégie consistait à resserrer la politique budgétaire pour aider à diminuer l'inflation, à la fois par une action directe sur la demande et par une atténuation de l'incitation à financer les déficits budgétaires par des moyens monétaires. Les autorités entendaient obtenir une compression des dépenses publiques en termes réels en 1980-81 et supprimer, dans le cadre des choix budgétaires, les priorités accordées antérieurement aux dépenses d'investissement. La limitation des besoins d'emprunt du secteur public trouvait une justification

à moyen terme dans l'encouragement de l'investissement privé et des gains de productivité. Dans le même ordre d'idées, le troisième élément fondamental de la stratégie politique du gouvernement consistait à stimuler davantage l'activité du secteur privé par le biais d'une modification du mécanisme de taxation, visant à mettre plutôt l'accent sur le système plus neutre de la taxe à la valeur ajoutée que sur l'imposition directe des revenus.

Le changement le plus marquant dans l'orientation de la politique économique du Royaume-Uni a été la décision prise par le gouvernement de s'abstenir de toute intervention directe dans les négociations salariales et de revenir à un système de libre discussion dans le cadre des conventions collectives. En contrepartie, les autorités se sont fermement engagées à appliquer des politiques monétaire et budgétaire rigoureuses et ont fait savoir à plusieurs reprises qu'elles n'entendaient pas alimenter une inflation élevée et qu'il incombait au secteur privé de limiter les revendications de salaires pour empêcher une aggravation du chômage. L'adoption d'une telle politique implicite des revenus traduisait à la fois la philosophie du «laisser faire» adoptée par le gouvernement et les échecs des politiques explicites des revenus suivies par les précédents gouvernements. Pour compléter leur action anti-inflationniste, les autorités laissèrent s'apprécier la livre sterling.

La stratégie politique a été mise à l'épreuve dès l'automne, avec l'ouverture de la nouvelle série de négociations salariales. La grève importante dans la sidérurgie, qui a duré tout le premier trimestre 1980, a abouti à un accord qui, en soi, n'a pas entraîné d'infléchissement de la tendance à la hausse des salaires mais a donné à coup sûr une indication de la perte substantielle de revenu que les travailleurs devront peut-être supporter à l'avenir chaque fois qu'ils essaieront d'obtenir des relèvements salariaux semblables. Ce message prend encore plus de signification si on le rapproche de la montée en flèche du chômage au début de 1980, qui a ainsi atteint un niveau record pour la période d'après-guerre, et des nouvelles mesures budgétaires annoncées par le gouvernement à la fin de mars. Le nouveau budget, destiné à réduire davantage les anticipations inflationnistes, s'inscrit dans le cadre d'une stratégie financière à moyen terme allant jusqu'en 1983-84, qui prévoit notamment l'abaissement graduel des taux de croissance monétaire et envisage une compression des dépenses publiques.

En *Allemagne*, la politique économique revêt traditionnellement une orientation nettement anti-inflationniste, et l'année écoulée n'a pas constitué une exception à cet égard. Les nouvelles mesures, monétaires pour la plupart, étaient destinées, au moins en partie, à atténuer l'incidence expansionniste des actions entreprises l'année précédente par les autorités. Durant les premiers mois de 1979, les mesures budgétaires qui avaient été adoptées en 1978 ont commencé à faire baisser le chômage, tout en orientant la balance des paiements courants vers un déficit. D'autre part, la Bundesbank est intervenue directement sur les marchés de change au second semestre de 1978 et a maintenu les taux d'intérêt à des niveaux peu élevés en vue de modérer l'appréciation du deutsche mark par rapport au dollar. Il en est résulté un dépassement sensible, en 1978, de l'objectif de croissance monétaire et un renforcement des menaces inflationnistes pesant sur l'économie.

Au cours de l'année 1979, les autorités allemandes se sont montrées de plus en plus désireuses de ralentir l'activité interne et d'atténuer les pressions à la baisse sur le deutsche mark pour prévenir une nouvelle poussée d'inflation. Les taux d'intérêt se

sont tendus dans le courant de l'année, et la Bundesbank s'est efforcée de respecter la limite inférieure de la fourchette-objectif de l'expansion monétaire. Le choix d'une telle fourchette visait à conférer à la banque centrale une certaine souplesse dans l'utilisation des taux d'intérêt pour s'opposer aux pressions sur le marché des changes et satisfaire la demande de liquidité du secteur de l'économie interne. Les autorités allemandes estiment que le niveau de la fourchette exerce une influence sur les anticipations inflationnistes et, partant, sur les accords de salaires; aussi quelques inquiétudes se sont-elles fait jour lorsque les accords effectifs conclus dans le cadre des négociations du début de 1980 ont dépassé les prévisions officielles qui tiennent compte de la fourchette-objectif en vigueur. Au cours des premiers mois de 1980, l'ampleur croissante du déficit de la balance des paiements courants a également constitué un sujet de préoccupation majeur; un certain nombre de mesures, en particulier de nouveaux relèvements des taux d'intérêt, ont été prises en vue d'assurer un financement sans heurts du déficit, dont la réduction reste cependant l'un des objectifs à moyen terme des autorités.

En Allemagne comme ailleurs, l'attitude des autorités à l'égard du rôle de la politique budgétaire a quelque peu évolué au cours des dernières années: on s'en remet de plus en plus aux mesures budgétaires pour accroître à moyen terme l'efficacité et la compétitivité de l'économie, au détriment de leur rôle d'instrument de régulation anti-cyclique. Ce changement d'attitude reflète à la fois le souci croissant d'encourager l'amélioration de la productivité et, par voie de conséquence, le désir de réduire les besoins d'emprunt du secteur public afin d'atténuer les pressions qui s'exercent sur le coût du financement, par l'emprunt, des investissements privés.

Au Japon, les orientations et les stratégies de politique économique adoptées ces dernières années ont été fortement influencées par la position extérieure et le taux de change du yen. C'est ainsi qu'à la fin de 1978 un réaménagement important a été amorcé dans l'ordre des priorités de la politique nipponne; en effet, du fait du fléchissement sensible de l'excédent en compte courant par rapport à son niveau record du troisième trimestre, et à la suite des mesures prises par les Etats-Unis en novembre pour soutenir le dollar, le yen a commencé à se déprécier régulièrement. Auparavant, les autorités avaient cherché à corriger l'excédent considérable des comptes extérieurs en acceptant une forte appréciation de leur monnaie et en stimulant la reprise de l'activité économique. Vers le début de 1979, cependant, les prix de gros ont entamé une vive ascension, et l'attention des autorités s'est rapidement concentrée sur la nécessité de lutter contre l'inflation.

Bien qu'imputable en partie à l'expansion de la demande interne, l'intensification de l'inflation en 1979 a surtout reflété la forte dépréciation du yen et le renchérissement du pétrole et des matières premières. Il en est résulté pour l'industrie de transformation japonaise une majoration du coût des matières premières environ dix fois supérieure à celle des prix à la consommation durant l'année. C'est pourquoi les autorités ont cherché à peser sur les décisions en matière de prix et de salaires en intervenant indirectement auprès des partenaires sociaux. Etant donné le niveau relativement élevé des bénéfices des entreprises, ces dernières ont dû absorber une partie de l'augmentation du coût des matières premières et de l'énergie. Les salariés ont été invités à accepter des ajustements de salaires nominaux modérés par rapport à l'augmentation des prix à la consommation. Comme les systèmes d'indexation ne sont pas partie

intégrante de la structure japonaise des négociations salariales, on pouvait s'attendre, sur la base de l'expérience des deux années précédentes, que la série d'augmentations du printemps 1980 n'aggrave pas les tensions inflationnistes existantes. En effet, les relèvements de salaires en 1978 et 1979 ont été sensiblement inférieurs à l'accroissement de la productivité de la main-d'œuvre dans l'industrie de transformation. D'autre part, les autorités ont durci progressivement leur politique monétaire en relevant les taux d'intérêt et en renforçant l'encadrement du crédit bancaire (système dit de «window guidance»); de plus, elles sont intervenues vigoureusement sur les marchés des changes afin de soutenir le yen et ont pris des mesures visant à encourager les entrées de capitaux. Enfin, les préoccupations grandissantes devant la persistance de déficits budgétaires élevés, ainsi que l'acceptation d'un certain ralentissement de la croissance réelle, ont conduit à l'élaboration de plans de réduction de l'expansion des dépenses du secteur public dans le budget de 1980-81.

En mars 1980, les autorités japonaises ont adopté une nouvelle série de mesures de soutien du yen, la vigueur de la monnaie étant considérée comme un élément déterminant de la lutte contre l'inflation — et vice versa.

En *France*, la stratégie suivie a continué à porter l'empreinte du Plan Barre; ce plan, adopté en 1976 sous la forme d'un programme à moyen terme, visait à freiner l'inflation, à améliorer la situation financière des entreprises et à rétablir à la fois l'équilibre du budget de l'Etat et celui des comptes extérieurs. Dans un premier temps, les autorités ont appliqué une politique plus réaliste en ce qui concerne les tarifs des entreprises du secteur public. Ensuite, après la mise en vigueur, en 1978, de mesures destinées à favoriser la concurrence, les prix industriels furent en majorité soustraits aux contrôles directs; les tarifs des services dans le secteur privé et les marges commerciales furent également libérés pour la plupart dans le courant de l'année 1979. Dans le même temps, des efforts étaient entrepris pour diminuer le chômage parmi les jeunes et les travailleurs âgés de plus de 45 ans ainsi que pour réduire le chômage chronique.

L'intensification de l'inflation a été moins forte en France que dans la plupart des autres pays en 1979. Cette évolution est due en partie à une attitude nouvelle qui s'accommode, à contrecœur il est vrai, d'un taux de chômage élevé, bien que diverses mesures de soutien de l'activité économique aient été prises au cours de l'été. Les objectifs de croissance réelle sont cependant demeurés modestes, et la priorité a été explicitement accordée à la stabilité du franc dans le cadre de l'effort général de lutte contre l'inflation. Les autorités attachent une grande importance au succès du Système monétaire européen et, d'une façon plus générale, elles se sont montrées disposées, ces dernières années, à accepter d'amples fluctuations des taux d'intérêt. Les objectifs de la politique monétaire sont définis sous la forme d'une norme de croissance de la masse monétaire, considérée toutefois comme compatible avec la stabilité du taux de change. Pour y parvenir, les pouvoirs publics misent beaucoup sur une politique budgétaire modérée et sur le contrôle quantitatif du crédit au secteur privé. Des efforts particuliers ont été accomplis pour encourager les ventes à l'étranger, et le crédit à l'exportation a échappé, en règle générale, au plafonnement imposé aux prêts bancaires.

En *Italie*, l'activité économique s'est développée à un rythme soutenu en termes réels, la balance des paiements courants a de nouveau enregistré un excédent et la lire est demeurée ferme. Etant donné toutefois que le taux d'inflation est resté supérieur à celui de la plupart des autres pays industrialisés et que le chômage a également atteint

des niveaux inquiétants, l'économie italienne s'est trouvée dans une situation délicate pour affronter le nouveau choc pétrolier.

En août 1979, le nouveau gouvernement de coalition a défini les grandes lignes d'un programme économique axé essentiellement sur l'augmentation de la productivité de la main-d'œuvre et sur le développement des investissements créateurs d'emplois. Au début d'octobre, les autorités ont fait connaître leurs propositions concernant le budget et les idées directrices de leur politique économique pour 1980, préconisant l'adoption de politiques budgétaires expansionnistes pour enrayer le ralentissement de l'activité; ces propositions ont cependant fait l'objet de six mois de débats et d'amendements importants avant d'être approuvées par le Parlement. La politique monétaire, au contraire, avait pris une orientation de plus en plus rigoureuse et des relèvements substantiels du taux d'escompte furent annoncés au début des mois d'octobre et de décembre. En dépit du déficit fort élevé du secteur public, dont le financement est à l'origine de plus de la moitié de l'expansion du crédit interne, les mesures de resserrement monétaire concernant le crédit au secteur privé ont supporté principalement le poids de la politique anti-inflationniste. Dans ce contexte, les autorités n'ont pas hésité à imposer un plafonnement sévère du crédit et à relever très fortement les taux d'intérêt. Etant donné la sensibilité des salaires aux augmentations de prix du fait de l'étendue du système d'indexation, les autorités accordent une grande priorité à la stabilité du taux de change.

En *Suisse*, la Banque Nationale a poursuivi son objectif de stabilisation des prix en maintenant le taux d'expansion monétaire en conformité avec l'objectif de croissance, et ce depuis plusieurs années à compter de 1975. Or, comme ce but a pratiquement été atteint au cours des trois premières années et que, de ce fait, les prix sont demeurés stables, le franc suisse est devenu fort attrayant pour les investisseurs étrangers. Du milieu de 1977 jusqu'en septembre 1978, la monnaie helvétique s'est appréciée de façon spectaculaire, d'où une baisse de compétitivité des industries d'exportation suisses. C'est pourquoi les autorités ont renoncé, en octobre 1978, à leur objectif monétaire au profit d'un objectif de taux de change, et elles sont intervenues, les mois suivants, pour faire baisser d'environ 25% la valeur du franc suisse en termes de deutsche marks. Elles considèrent cependant qu'il est essentiel de maîtriser l'expansion monétaire pour parvenir à stabiliser les prix à moyen terme; aussi, après une période de stabilité relative des taux de change, ont-elles annoncé vers la fin de 1979 un nouvel objectif de croissance, concernant cette fois la base monétaire. Devant l'appréciation du dollar au début de 1980, les autorités monétaires se sont préoccupées de plus en plus de la valeur du franc suisse et ont fait connaître leur intention de l'empêcher de se déprécier, par rapport au deutsche mark, au-delà de FS 0,95 = DM 1.

En *Belgique*, les autorités s'efforcent essentiellement de freiner l'augmentation du déficit des paiements courants et d'éviter d'exposer l'économie, très ouverte sur les marchés extérieurs, aux conséquences inflationnistes fort importantes d'une dépréciation du taux de change. La fragilité persistante et chronique de la balance des paiements est due à plusieurs facteurs. Les exportations belges se sont ressenties du niveau relativement élevé des coûts internes, alors que parallèlement les importations se sont fortement accrues, en raison de la progression du revenu des ménages due à la croissance relativement rapide des salaires réels et à l'augmentation des transferts sociaux de l'Etat.

Les autorités se préoccupent beaucoup également de l'ampleur des besoins d'emprunt du secteur public, qui n'ont cessé de croître fortement depuis 1975, époque où ils se situaient déjà à un niveau élevé; elles redoublent donc d'efforts actuellement pour réduire les dépenses de ce secteur tandis que, sur le plan monétaire, elles ont prouvé à plusieurs reprises qu'elles entendaient défendre le franc belge en procédant à des ajustements souples et substantiels des taux d'intérêt.

Au *Canada*, les autorités monétaires ont poursuivi leur politique de ralentissement progressif de l'expansion monétaire en vue de réduire l'inflation à plus long terme. Au cours de l'année écoulée, de sérieux efforts ont été entrepris pour diminuer les dépenses du secteur public; c'est ainsi que l'évolution des taux d'intérêt internes a été en général adaptée à celle des taux américains, de façon à limiter les fluctuations de taux de change entre la monnaie canadienne et le dollar EU. Etant donné le niveau actuellement élevé des capacités de production des entreprises travaillant pour l'exportation, un renforcement de la position concurrentielle de ce secteur n'offrirait qu'un maigre avantage en termes réels à brève échéance, ce qui explique que les autorités canadiennes se soient fermement opposées aux pressions à la baisse de leur monnaie au début de 1980. Du fait du volume élevé de ses exportations de produits de base, le Canada a dû faire face, l'an passé, à des poussées d'inflation engendrées à la fois par le secteur des exportations et celui des importations. Une situation semblable s'était présentée en 1973-74; la vive progression des bénéfices des entreprises et de l'agriculture avait été suivie, avec un certain décalage, d'un relèvement sensible des salaires, ce qui avait abouti en fin de compte à l'application de contrôles directs sur les prix et les salaires. Le maintien des contrôles sur les prix du pétrole brut a permis, cette fois, de modérer l'incidence immédiate des poussées d'origine externe sur les prix.

Les problèmes du chômage et de la productivité

Au début de l'année dernière, dans la plupart des pays industrialisés autres que les Etats-Unis, les politiques étaient orientées vers la réduction du chômage. A la fin de l'année, tous ces pays avaient adopté une stratégie qui risquait de conduire, à court terme, à une moindre utilisation du potentiel de production; de plus, dans la plupart des cas, l'infléchissement de la politique vers une attitude plus conservatrice impliquait, à moyen terme, une croissance lente et la persistance d'un taux de chômage considéré comme élevé par rapport aux résultats antérieurs. Dans ces conditions, il est devenu de plus en plus important de s'attaquer aux problèmes posés par le chômage structurel et la faible croissance de la productivité. Une action visant à atténuer les rigidités structurelles sur les marchés du travail permettrait à moyen terme d'accélérer et de poursuivre la croissance de l'économie réelle sans engendrer pour autant de nouvelles pressions inflationnistes. De même, les efforts visant à améliorer la productivité ouvriraient la voie à une expansion non inflationniste de la production et des revenus.

Le tableau ci-après retrace l'évolution récente du chômage dans les pays du Groupe des Dix et en Suisse. Dans nombre de ces pays, le niveau du sous-emploi n'a guère varié en 1979, si ce n'est un recul d'un point au Canada et d'un demi-point environ en Allemagne et en Suède, tandis qu'en France le taux de chômage a augmenté d'un demi-point. Pendant le premier trimestre de 1980, le chômage s'est fortement

Taux de chômage¹

Pays	1957-73 Taux annuel		1976 décembre	1977 décembre	1978 décembre	1979 décembre	1980 avril
	maximum	moyen					
en %							
Etats-Unis	6,8	5,0	7,7	6,2	5,9	5,9	7,0
Canada	7,1	5,5	7,5	8,5	8,1	7,1	7,5
Japon	1,5	1,1	1,7	2,1	2,2	2,0	1,9 ²
Allemagne fédérale	3,7	1,4	4,4	4,5	4,1	3,5	3,6 ²
France	2,7	1,6	4,3	5,2	5,7	6,3	6,3 ³
Royaume-Uni	3,8	2,2	5,6	5,9	5,5	5,4	6,0
Italie ⁴	8,2	4,0	6,8	7,1	7,6	7,7	
Belgique ⁴	6,3	3,7	6,5	7,3	7,5	7,7	7,3
Pays-Bas	2,7	1,5	5,2	5,2	5,2	5,0	5,1
Suède	2,5	1,5	1,5	1,8	2,1	1,7	1,8 ²
Suisse	0,1	0,0	0,6	0,4	0,4	0,3	0,2

¹ Séries désaisonnalisées sauf pour la Belgique, l'Italie, la Suède et la Suisse. ² Mars. ³ Février. ⁴ Nouvelles séries à partir de décembre 1976.

aggravé aux Etats-Unis, au Canada et au Royaume-Uni. Par rapport aux normes en vigueur avant l'ascension des prix internationaux de 1973-74, les taux de chômage se situent maintenant partout à des niveaux élevés. Il est toutefois devenu assez difficile de les mesurer, en raison des modifications intervenues dans la composition et les caractéristiques de la population active. En dépit d'un chômage relativement important, certains pays connaissent une pénurie de main-d'œuvre spécialisée dans de nombreuses branches d'activité.

Un autre aspect inquiétant des résultats économiques dans certains pays industrialisés est la lenteur des gains de productivité au cours des dernières années. Non seulement la progression des revenus réels a été décevante mais, en outre, la médiocrité des gains de productivité a alimenté indirectement l'inflation dans les pays où la politique économique a été formulée à partir de prévisions trop optimistes. Comme le montre le tableau suivant, après la reprise enregistrée en 1976 au moment où les économies industrielles commençaient à se remettre de la récession, les gains de productivité ont été la plupart du temps sensiblement inférieurs aux normes qui prévalaient de 1963 à 1973. Si, en Allemagne et en Italie, la productivité de l'ensemble de l'économie s'est accrue plus rapidement en 1979 qu'en 1978, elle a baissé, l'an dernier, aux Etats-Unis et au Canada après une quasi-stagnation en 1978. Dans l'industrie de transformation toutefois, la situation apparaît sous un jour plus favorable, avec d'importantes améliorations en 1979 au Japon, en France, en Allemagne et en Italie. Le problème de la productivité semblerait donc lié en partie au transfert ininterrompu des salariés de l'industrie de transformation, où la productivité horaire par individu est relativement élevée, vers les activités de service, où elle est en moyenne plus faible. Les causes fondamentales de ces phénomènes, par rapport notamment à l'évolution tendancielle de la formation brute de capital fixe, sont examinées de façon assez détaillée dans le chapitre suivant.

Devant le niveau élevé et croissant du chômage et la faiblesse des gains de productivité, les débats de politique économique ont consacré une place de plus en plus

Emploi et productivité de la main-d'œuvre

Pays	Emploi					Productivité de la main-d'œuvre*					
	1963-73 moyenne	1976	1977	1978	1979	1963-73 moyenne	1976	1977	1978	1979	
	moyennes annuelles, variations en %										
Etats-Unis . . .	Ensemble de l'économie ..	2,1	3,1	3,4	4,1	2,2	1,6	2,5	1,7	0,1	-0,4
	Industrie de transformation	1,7	3,7	3,6	4,0	2,5	2,8	4,4	3,1	0,6	2,4
Canada	Ensemble de l'économie ..	3,1	2,1	1,8	3,3	4,0	2,4	3,3	0,6	0,1	-1,0
	Industrie de transformation	2,2	1,0	0,0	1,6	3,9	4,2	4,3	2,7	5,7	-0,4
Japon	Ensemble de l'économie ..	1,4	0,9	1,4	1,2	1,3	8,7	5,5	4,0	4,7	4,6
	Industrie de transformation	2,7	0,0	-0,4	-1,0	0,5	11,7	12,3	5,1	8,0	12,1
Royaume-Uni .	Ensemble de l'économie ..	0,1	-0,5	0,2	0,4	0,6	2,9	2,6	2,2	2,6	1,0
	Industrie de transformation	-0,6	-3,1	0,3	-0,5	-1,3	4,2	4,9	0,6	1,6	.
France	Ensemble de l'économie ..	0,8	0,5	1,0	0,0	.	5,5	4,6	3,2	3,5	.
	Industrie de transformation	1,0	-1,1	-0,8	-2,1	-1,4	.	9,2	5,1	4,6	6,0
Allemagne fédérale . . .	Ensemble de l'économie ..	0,0	-1,1	-0,2	0,7	1,3	4,8	6,2	2,8	2,7	3,1
	Industrie de transformation	0,5	-2,4	-0,8	-0,6	0,4	5,6	8,9	4,5	3,2	5,0
Italie	Ensemble de l'économie ..	-0,3	0,8	1,1	0,4	0,1	5,1	5,1	0,8	2,1	4,8
	Industrie de transformation	0,4	-1,4	1,0	-0,8	0,3	5,7	9,0	-0,9	3,0	9,9

* Dans le cas de l'industrie de transformation, les chiffres sont ajustés pour tenir compte du nombre d'heures ouvrées.

large aux mesures susceptibles de renforcer à moyen terme le «côté offre» de l'économie. Plusieurs pays se sont attaqués au problème du chômage structurel, en vue notamment d'alléger le fardeau que le sous-emploi fait peser sur les catégories désavantagées, mais également pour empêcher l'apparition de rigidités sur le marché du travail ou les atténuer.

Le problème des politiques visant à renforcer l'offre pour améliorer la productivité est rendu plus complexe par la difficulté de mesurer statistiquement le ralentissement de celle-ci, en particulier aux Etats-Unis. Un courant assez important se dégage en faveur d'une politique d'encouragement des investissements, notamment dans le secteur de l'énergie, où cette action servirait des fins multiples. Au Royaume-Uni, les modifications du régime fiscal visent à administrer de nouveaux stimulants au secteur privé. Certains pays, et plus spécialement la France, s'efforcent de rationaliser la production dans les entreprises en déclin et s'en remettent davantage aux mécanismes du marché pour répartir les ressources productives. Ces changements ne sont sans doute pas étrangers à l'amélioration récente de la productivité enregistrée çà et là dans le secteur de l'industrie de transformation.

Dans quelques pays, les actions menées pour remédier au chômage structurel et à la faiblesse des gains de productivité ont été récemment freinées par le désir de mieux contrôler le budget de l'Etat. Peut-être ce freinage est-il nécessaire à court terme, dans le cadre de la lutte énergétique visant à briser à bref délai les anticipations inflationnistes? Une attention accrue devra cependant être accordée à ces problèmes dans les années à venir, surtout si les économies industrielles doivent se contenter d'une faible croissance tout en cherchant à éviter l'apparition de nouvelles pressions inflationnistes.

III. DEMANDE, PRODUCTION ET POLITIQUE BUDGÉTAIRE

En 1979, l'évolution de la situation économique a été principalement caractérisée par le ralentissement de l'expansion réelle aux Etats-Unis et la poursuite simultanée de la croissance dans d'autres pays, sous l'impulsion de l'Allemagne et du Japon. Cette modification des positions relatives, assez conforme au schéma envisagé lors du sommet de Bonn de juillet 1978, comporte certains éléments nettement favorables. Elle a en grande partie permis d'obtenir une structure plus équilibrée des comptes courants extérieurs ainsi qu'une plus grande stabilité des taux de change. En même temps, cependant, l'ajustement des taux de croissance relatifs s'est effectué à un niveau trop élevé de la demande globale dans le monde, compte tenu notamment des conditions d'approvisionnement des marchés mondiaux du pétrole et des matières premières. Il en est résulté une vive accélération, assez inattendue, de l'inflation dans tous les pays industrialisés.

L'expérience de l'an passé met notamment en lumière certains risques inhérents aux efforts de coordination, à l'échelle internationale, des politiques de la demande. L'une des difficultés tient peut-être au fait que, de toute façon, l'ajustement des positions relatives se serait pour une large part réalisé, le moment venu, sous l'effet des variations antérieures des taux de change réels. Une autre difficulté, cependant, est que le fléchissement de la demande interne aux Etats-Unis a été inférieur aux prévisions. Dans une certaine mesure, il est possible que le comportement dépensier engendré par l'inflation elle-même ait stimulé la demande globale aux Etats-Unis, hypothèse qui, au fil des mois, a de plus en plus préoccupé les responsables de la politique économique. Comme on le verra plus loin, l'une des réactions des autorités face à la nouvelle situation inflationniste a été, plus généralement, d'infléchir leur action dans le sens d'un freinage budgétaire, tendance qui s'est affirmée au cours des premiers mois de 1980. Sous l'effet conjugué de cette orientation, du resserrement monétaire et de l'incidence déflationniste du nouvel excédent de l'OPEP, des signes d'une récession imminente sont maintenant apparus.

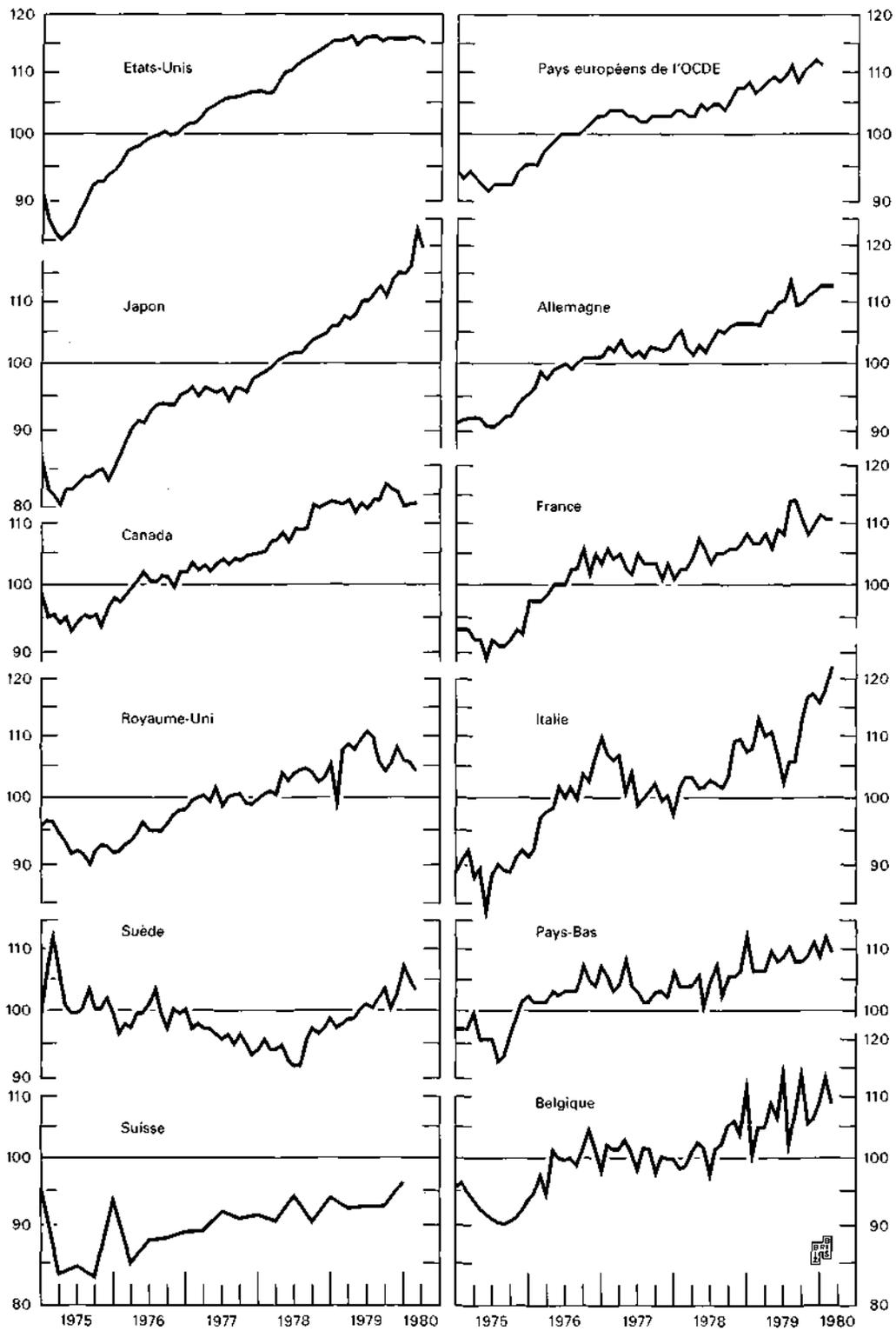
La dégradation de la situation pétrolière a, d'autre part, posé une fois de plus, et sous une forme plus pressante, la question de l'ajustement fondamental qu'il convient d'opérer à plus long terme dans le domaine énergétique. De plus, la médiocrité des résultats enregistrés en matière de productivité dans un nombre croissant de pays depuis 1973 a ajouté aux préoccupations suscitées dans beaucoup d'entre eux par la faiblesse relative du taux de croissance des investissements des entreprises depuis le premier choc pétrolier. Les autorités se sont rendu compte que, pour créer un climat plus propice aux investissements, la méthode la plus prometteuse consistait à conférer un tour nettement anti-inflationniste à leur politique.

Production et composantes de la demande

Caractériser l'évolution de la situation économique en 1979 n'est pas chose facile. D'un côté, le taux d'expansion de la production globale dans le monde industrialisé s'est ralenti, passant de près de 4% en 1978 à un peu plus de 3% l'année dernière, ce qui

Production industrielle

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



constitue l'accroissement le plus faible depuis le creux de la récession de 1975. De l'autre, cette augmentation a été plus forte que prévu, dépassant même, dans le cas des Etats-Unis, le rythme souhaité. Ce phénomène s'est surtout vérifié vers la fin de l'année où, sous l'effet combiné de la nouvelle crise pétrolière et du resserrement des politiques budgétaire et monétaire, on aurait pu s'attendre dans l'ensemble à des résultats plus faibles. Le graphique relatif à la production industrielle montre cependant que l'expansion s'est poursuivie toute l'année à une allure soutenue dans les pays d'Europe occidentale et au Japon, sous l'impulsion en partie des modifications apportées à la politique budgétaire en 1978. Aux Etats-Unis, la fin de l'année n'a vu aucun

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

Pays	Années	Produit national brut en volume	Consommation		Formation brute de capital fixe			Exportations	Importations	Variations des stocks ¹
			secteur privé	secteur public	Investissements productifs	logement	secteur public			
variations annuelles, en %										
Etats-Unis . .	1976	5,9	5,9	1,3	4,8	23,2	- 6,6	6,8	19,1	0,5
	1977	5,3	5,0	3,2	8,7	20,7	- 6,5	2,4	9,7	1,0
	1978	4,4	4,5	1,1	8,4	4,2	6,9	10,7	11,0	1,1
	1979	2,3	2,6	1,3	6,2	- 5,7	- 6,2	10,1	4,5	0,7
	1979 IV	1,0	1,6	0,8	3,4	- 7,0	- 2,8	9,2	3,1	0,1
Japon	1976	6,5	4,5	3,6	1,4	8,6	2,8	20,0	8,0	0,8
	1977	5,4	3,8	4,0	3,1	1,5	12,3	11,2	3,6	0,6
	1978	6,0	5,5	5,9	7,0	6,1	18,3	1,9	8,2	0,6
	1979	6,0	5,9	4,8	16,5	- 2,4	3,2	6,6	18,1	1,1
	1979 IV	6,4	4,1	2,5	11,3	- 5,0	0,5	18,5	9,4	1,1
Allemagne fédérale . .	1976	5,3	3,4	2,0	6,7	6,2	- 3,0	11,5	11,1	1,4
	1977	2,6	3,1	0,6	7,1	3,0	- 4,3	4,3	4,7	1,1
	1978	3,5	3,5	3,9	6,8	4,2	7,7	4,4	5,9	0,8
	1979	4,4	2,8	2,8	9,5	8,6	5,0	5,0	10,2	2,4
	1979 IV	4,4	2,6	2,8		9,9		3,6	8,8	1,9
France	1976	5,1	5,6	6,1	6,1	- 1,3	. ²	10,7	20,7	1,3
	1977	2,9	3,1	0,4	0,1	- 2,7	. ²	8,4	2,0	1,2
	1978	3,7	4,5	7,8	2,6	- 1,6	. ²	6,4	6,3	0,7
	1979	3,4	3,4	5,0	3,6	1,2	. ²	7,6	11,9	1,7
	1979 IV	3,9	3,0	1,3		4,9		8,2	8,4	2,6
Royaume-Uni	1976	3,6	0,2	1,8	3,0	- 0,2	- 2,3 ³	9,1	4,2	0,4
	1977	0,8	- 1,3	- 1,0	9,4	- 6,8	- 13,6 ³	6,6	1,0	1,1
	1978	3,1	5,5	2,0	7,4	13,9	- 8,9 ³	1,9	3,7	0,7
	1979	0,6	4,5	1,1	- 0,2	- 15,2	- 2,5 ³	2,0	11,0	1,7
	1979 IV	- 1,0	2,8	0,2	- 0,8	- 1,1	1,0 ³	3,5	14,0	0,9
Italie	1976	5,9	3,5	2,6	4,4	- 3,4	. ²	13,2	15,4	2,6
	1977	1,9	2,3	2,3	- 0,9	1,2	. ²	6,7	- 0,2	1,2
	1978	2,6	2,9	1,8	- 0,8	1,2	. ²	10,1	8,1	0,9
	1979	5,0	5,1	2,7	5,7	1,2	. ²	8,9	14,0	2,0
	1979 IV	5,1		6,4		4,0		0,9	4,2	
Canada	1976	5,4	6,3	1,6	- 0,4	19,3	- 6,5	9,3	8,3	0,8
	1977	2,4	2,9	2,9	1,2	- 5,1	- 0,3	7,0	2,2	0,2
	1978	3,4	3,0	1,3	1,0	- 4,6	2,2	9,3	4,1	0,4
	1979	2,9	2,3	- 0,9	10,4	- 7,4	- 0,2	3,0	5,6	1,6
	1979 IV	2,1	1,5	- 1,8	12,8	- 6,0	- 1,1	- 0,5	0,0	1,4

¹ En % du produit national brut de l'année précédente. ² Compris dans le secteur privé. ³ Y compris les entreprises publiques.

changement dans la tendance antérieure, pratiquement étale, de la production, ce qui peut, dans une certaine mesure, s'expliquer par le report d'une partie de l'activité sur le second semestre, à la suite des mauvaises conditions climatiques du début de 1979. Plus significative, par contre, est la vigueur persistante des dépenses de consommation aux Etats-Unis, malgré le ralentissement de la progression du revenu réel — comportement qui s'est traduit, en cours d'année, par une chute brutale du taux d'épargne.

Il n'en demeure pas moins que le fléchissement du taux global de croissance dans les pays industrialisés est mathématiquement imputable en totalité aux Etats-Unis, dont le produit national brut n'a augmenté que de 2¼%, contre près de 4½% en 1978. D'un quatrième trimestre à l'autre, l'augmentation n'a été que de 1%. Dans les autres pays, la croissance a été, en moyenne, légèrement plus rapide l'an passé — près de 4%, contre 3¾% — mais ce chiffre masque des évolutions assez divergentes. Les tableaux font apparaître que la croissance s'est quelque peu accélérée en Allemagne et plus fortement en Italie, en Autriche et dans les pays scandinaves (sauf en Norvège). Au Royaume-Uni, cependant, le taux d'expansion a enregistré un recul sensible, en raison de la dégradation croissante de la compétitivité des produits britanniques sur les marchés mondiaux et du renforcement des politiques anti-inflationnistes. La croissance économique au Canada est également demeurée inférieure aux résultats de 1978.

Dans les pays industrialisés, l'expansion de la demande finale a été principalement imputable, l'an passé, au secteur privé. En ce qui concerne le taux d'épargne américain, son niveau historiquement faible et son recul sans précédent constituent presque certainement un cas unique. Néanmoins, malgré les effets de la hausse des prix du pétrole sur le revenu réel et la réapparition concomitante d'un excédent de l'OPEP, les dépenses de consommation ont sensiblement augmenté en valeur absolue au Japon, en Italie et au Royaume-Uni. Leur progression a atteint près de 3% en Allemagne et, parmi les pays plus petits, l'Autriche, la Belgique, la Finlande et la Suède ont également connu une accélération assez rapide de l'expansion dans ce secteur. Il est certain que cette évolution relativement favorable est due en partie à l'impact des mesures d'allègement fiscal prises en 1978 en faveur des ménages, bien qu'au fil des mois un revirement se soit manifesté dans ce domaine en 1979. Au Royaume-Uni, malheureusement, la croissance de la consommation a aussi été favorisée par l'accélération de l'inflation salariale, malgré le resserrement des politiques monétaire et budgétaire, et l'on a même assisté à une augmentation du taux d'épargne des ménages.

Tout comme la consommation, les investissements productifs du secteur privé se sont assez fortement développés dans beaucoup de pays, et en particulier au Japon, en Allemagne et au Canada, où les taux d'utilisation des capacités et les bénéfices se sont inscrits en hausse. La progression des dépenses d'investissement productif en volume s'est certes quelque peu ralentie aux Etats-Unis, comme on pouvait le prévoir, mais le rythme d'accroissement a néanmoins été nettement supérieur à 5%.

Aux Etats-Unis, les dépenses du secteur privé en matière de logement ont également commencé à fléchir. Cependant, l'élimination de certaines entraves qui pesaient précédemment sur le marché du financement immobilier a permis à ce dernier de ne pas souffrir d'une forte compression dans l'approvisionnement effectif en moyens financiers, comme ce fut souvent le cas dans le passé. Aussi, malgré l'alourdissement sensible du coût du financement hypothécaire (du moins en termes de taux d'intérêt

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

Pays	Années	Produit national brut en volume	Demande finale ¹	Consommation		Formation brute de capital fixe			Exportations	Importations
				secteur privé	secteur public	secteur privé	investissements productifs	logement			secteur public
variations annuelles, en %										
Autriche . . .	1976	6,2	1,6	4,6	3,7	10,5	1,3	. ²	12,2	20,7
	1977	3,7	4,2	6,2	1,9	11,1	2,6	. ²	6,1	9,5
	1978	1,5	0,9	- 3,4	3,0	- 9,5	2,2	. ²	5,7	- 2,4
	1979	5,2	5,0	5,1	3,0	10,0	1,0	. ²	10,9	10,3
Belgique . . .	1976	5,4	4,4	5,4	4,1	- 2,0	15,7	7,1	9,4	9,9
	1977	0,9	1,0	2,1	3,4	- 1,6	- 0,6	- 0,2	14,0	15,5
	1978	2,5	2,8	2,4	6,4	3,2	2,7	- 2,9	3,9	4,1
	1979	3,3	2,5	3,6	3,0	4,2	- 8,0	6,0	6,1	6,8
Danemark . .	1976	7,0	4,7	7,2	2,4	21,4	27,3	- 0,9	4,5	16,5
	1977	1,9	2,0	0,4	3,1	0,5	-10,5	- 5,1	4,7	- 1,2
	1978	1,3	1,1	- 0,8	5,5	0,9	3,5	3,1	3,8	1,6
	1979	3,5	1,7	3,0	5,4	4,0	- 8,0	- 0,5	8,6	5,5
Espagne . . .	1976	3,0	3,0	4,3	5,3		- 2,0		14,4	10,3
	1977	2,6	3,6	1,9	3,7		- 1,2		9,6	- 5,5
	1978	2,5	2,1	2,1	5,5		- 4,0		11,0	- 0,8
	1979	1,6	1,3	1,9	5,0		- 0,4		5,5	9,0
Finlande . . .	1976	0,3	2,7	0,9	5,6	- 9,6	- 8,2	- 4,6 ³	14,7	- 3,5
	1977	0,4	1,8	- 1,4	4,1	-10,6	4,9	- 0,1 ³	9,4	- 6,3
	1978	1,4	2,3	1,2	5,0	-15,6	- 1,3	2,0 ³	8,0	- 3,8
	1979	6,6	2,9	5,3	3,5	8,3	- 2,5	- 0,9 ³	9,0	16,8
Norvège . . .	1976	6,8	6,9	6,1	7,4	13,1	2,5	3,8	11,3	12,3
	1977	3,6	5,7	6,9	4,9	3,5	2,9	5,4	3,6	3,4
	1978	3,0	4,7	- 3,8	4,4	-21,4	8,1	5,4	8,7	-13,5
	1979	3,7	0,4	0,5	2,4	-11,4	5,9	-10,0	5,9	1,0
Pays-Bas . . .	1976	5,3	3,7	5,7	4,0	- 6,2	2,5	0,5	10,1	10,3
	1977	2,8	3,3	4,9	3,4	18,2	15,8	-12,8	- 1,5	3,0
	1978	2,4	1,8	3,7	2,4	5,2	2,5	- 3,6	3,5	6,5
	1979	2,3	2,8	2,5	4,5	3,2	- 6,0	2,0	7,2	6,5
Suède	1976	1,3	2,2	4,0	4,4	1,4	- 8,8	0,8	4,7	7,4
	1977	- 2,5	0,9	- 0,9	2,6	- 5,0	- 2,1	- 0,1	0,6	- 3,3
	1978	2,4	3,5	- 0,7	3,2	-19,7	17,9	1,0	7,6	- 6,4
	1979	4,1	2,5	2,3	4,5	9,1	1,5	7,1	6,3	10,8
Suisse	1976	- 0,6	- 1,9	1,1	2,7	- 9,8	-13,6	. ²	9,3	11,5
	1977	2,8	3,0	3,0	0,5	0,4	7,0	. ²	9,2	8,5
	1978	0,2	- 0,4	2,2	1,6	1,8	15,1	. ²	4,1	11,4
	1979	0,7	0,9	1,5	1,0	6,4	10,0	. ²	2,0	6,0

¹ Correspond à la variation du produit national brut en volume, moins les investissements nets sous forme de stocks.

² Compris dans le secteur privé. ³ Y compris les entreprises publiques.

nominaux), le recul des dépenses de logement ne s'est pas produit aussi tôt, et n'a pas été aussi sévère, qu'on aurait pu s'y attendre. C'est également, sans doute, par suite de l'évolution dans ce secteur que l'économie américaine a eu apparemment tant de mal à entrer dans la récession «à l'heure prévue». Dans les autres pays, du fait de la forte montée du loyer de l'argent, l'investissement immobilier a été généralement peu soutenu – les seules exceptions importantes étant l'Allemagne et la Suisse – et a même nettement régressé au Royaume-Uni.

Il est un facteur dont l'influence restrictive sur la demande globale a probablement été encore plus important l'an passé: la diminution des sollicitations directes adressées par le secteur public aux ressources réelles, qu'il s'agisse de ressources en capital ou de ressources courantes. Comme le montrent les tableaux, cette constatation vaut pour la plupart des grands pays et, au sein de ce groupe, le Japon a enregistré une décélération particulièrement nette des dépenses d'investissement du secteur public.

La formation de stocks a, en revanche, contribué de manière assez active, l'an passé, au soutien de la demande globale, sauf aux Etats-Unis. Dans les pays où la demande finale (hors stocks) s'est faite moins vive, l'accroissement de ces derniers pourrait avoir été en partie involontaire – sauf probablement au Japon et en Allemagne; de même, au vu de l'augmentation des cours des matières premières, les opérations de couverture et les achats de caractère spéculatif ont sans aucun doute joué un rôle. Cependant, l'accumulation de stocks a été suffisamment vigoureuse pour faire redouter, contrairement à ce qu'on espérait antérieurement, la réapparition d'un important excédent (par rapport aux ventes) entraînant un ajustement brutal, comme ce fut le cas en 1974-75.

La dernière composante du produit national brut, considérée sous l'angle des dépenses, est le solde extérieur réel, c'est-à-dire les exportations nettes de biens et services en volume. Pour les pays industrialisés dans leur ensemble, la variation de cette composante a été légèrement négative, l'an passé, à concurrence d'environ $\frac{1}{2}\%$ du produit national brut. Cette évolution s'explique en grande partie par la vive accélération de l'expansion des importations, entretenue par la demande interne, et par les modifications de la compétitivité des prix, notamment au Royaume-Uni, en Suisse, au Japon et en Allemagne. La progression des exportations a généralement été fort soutenue et s'est même intensifiée dans bien des cas par rapport à 1978. Il se trouve cependant que l'incidence déflationniste nette du solde extérieur des pays industrialisés est due pour l'essentiel à une évolution défavorable des termes de l'échange (principalement par suite de la hausse des prix à l'importation) et qu'elle a donc influencé le revenu *réel* disponible du secteur privé, les effets exercés par la demande ayant déjà été examinés en liaison avec les dépenses de ce secteur.

Parmi les grands pays, seuls les Etats-Unis ont échappé à l'évolution généralement défavorable des exportations nettes à prix constants. Par suite du fléchissement de la demande interne, la croissance des importations en volume s'est sensiblement réduite, passant de 11 à $4\frac{1}{2}\%$, tandis que les exportations réelles ont continué de croître à un rythme annuel de 10%. En d'autres termes, l'impulsion donnée par l'économie américaine, par le biais des importations, à la demande mondiale a progressivement disparu l'an passé.

Au Japon et en Allemagne, le rythme des importations s'est accéléré sous l'effet de l'expansion interne, alors qu'au Canada la détérioration du solde extérieur a été due essentiellement à la diminution de la croissance des exportations vers les Etats-Unis, son principal débouché. Le cas du Royaume-Uni est un peu exceptionnel, puisque le solde extérieur réel a accusé une baisse équivalant à au moins $2\frac{1}{2}\%$ du produit national brut, malgré le pétrole de la Mer du Nord. Arithmétiquement, c'est donc le solde extérieur qui a été principalement responsable du ralentissement du rythme de croissance de la production, qui est tombé à $\frac{1}{2}\%$. Cette situation semble s'expliquer surtout par

la détérioration de la position concurrentielle du Royaume-Uni, probablement au niveau des prix et en termes d'autres facteurs. En ce qui concerne les prix, la nouvelle et importante perte de compétitivité est due à la conjonction de l'alourdissement des charges salariales et de la hausse du cours de change qui, de ce point de vue, a compliqué le problème, même si, sous l'angle du coût des importations, cette hausse a contribué en même temps à alléger les pressions inflationnistes.

A en juger d'après les données sur la production industrielle (voir graphique p. 37) et par l'évolution de certains indicateurs clés, les premiers mois de 1980 semblent recéler certains signes avant-coureurs d'une baisse imminente de croissance de la production. Au moment de la rédaction de ce Rapport, cependant, ces signes n'apparaissent pas partout et, même là où ils sont assez nets – Etats-Unis, Royaume-Uni et Canada – le phénomène ne revêt pas encore la même ampleur qu'en 1974-75. Au Japon et dans les pays de l'Europe de l'Ouest, l'expansion de la production industrielle se poursuit à un rythme fort rapide depuis le début de la présente année. Il n'empêche que dans deux grands pays, les Etats-Unis et le Royaume-Uni, le chômage s'est mis à monter rapidement. Compte tenu des effets restrictifs exercés sur la demande par les modifications de plus en plus nombreuses apportées aux politiques nationales et par l'accroissement des excédents de l'OPEP, des mouvements de même nature risquent fort de se produire sous peu ailleurs.

Evolution de l'épargne des ménages et recrudescence de l'inflation

L'un des aspects les plus inattendus de l'évolution de la demande globale en 1979 a été le comportement de l'épargne des ménages, en particulier aux Etats-Unis, où l'accentuation des anticipations inflationnistes a joué un rôle important. A cet égard, les réactions des consommateurs au choc pétrolier actuel contrastent assez sensiblement à ce stade avec celles qu'on a notées en 1973-75.

En effet, le taux d'épargne dans les grands pays semble avoir, en moyenne, légèrement fléchi l'année dernière, ce qui a donc exercé un certain effet expansionniste sur la demande: l'Allemagne et, surtout, le Royaume-Uni constituent les principales exceptions à cette tendance. Pourtant, hors des Etats-Unis, l'épargne s'est maintenue à un niveau très élevé par rapport à l'évolution antérieure, même dans des pays comme

Rapport entre l'épargne des ménages et le revenu disponible

Pays	1975	1976	1977	1978	1979
	en %				
Etats-Unis	7,7	5,8	5,0	4,9	4,5
Canada	10,9	10,2	10,0	10,4	10,3
Japon	22,5	22,4	21,1	20,1	19,5
Allemagne fédérale	16,4	14,7	13,7	13,8	14,6
France	18,6	16,4	16,9	17,8	16,7
Italie	25,4	23,7	25,8	26,4	26,7
Royaume-Uni	14,0	13,4	13,3	14,2	15,8

L'Italie et le Royaume-Uni, où l'inflation a été particulièrement virulente. Une forte dichotomie apparaît donc entre le comportement des ménages aux Etats-Unis et celui des consommateurs dans les autres pays – dichotomie qui reflète probablement en partie les deux réactions opposées que peut susciter l'inflation. D'un côté, dans la mesure où l'inflation érode la valeur réelle des avoirs financiers du secteur des ménages (puisque les taux d'intérêt réels deviennent négatifs et que, simultanément, les taux nominaux élevés font baisser les valeurs en capital), les épargnants sont peut-être enclins à prélever une fraction plus importante de leur revenu pour maintenir le montant réel de leur épargne au niveau désiré. De l'autre côté, cependant, les pertes de valeur réelle qu'entraîne la détention d'actifs financiers peuvent inciter les particuliers à diversifier considérablement leurs placements au profit d'actifs réels (tels que le logement) considérés comme offrant une bonne protection contre l'inflation. Il est fort possible également que des achats de biens de consommation durables et autres marchandises non périssables aient été anticipés ou, cette possibilité étant tout de même limitée, qu'il y ait eu purement et simplement un accroissement des dépenses pour usage immédiat.

Les chiffres indiqués pour les Etats-Unis donnent à penser que, contrairement à ce qui s'est passé en 1973-75, les ménages américains ont eu tendance à adopter la deuxième attitude. Quoi qu'il en soit, le recul du taux d'épargne l'an passé, de moins d'un demi-point, n'a rien, à première vue, de dramatique. Cependant, si l'on considère l'évolution *en cours* d'année, on a davantage de raisons de se montrer préoccupé. Ces chiffres sont évidemment significatifs pour d'autres motifs également, ne serait-ce qu'à cause du rôle qu'ils ont joué, en mars de cette année, dans l'adoption de nouvelles mesures budgétaires et sur le plan du contrôle du crédit. L'action de l'Administration a été dictée par des raisons diverses. D'une part, compte tenu de la nécessité de stimuler les exportations nettes et l'investissement fixe des entreprises, la pression des autres composantes de la demande se maintenait à un niveau trop élevé, ce qui avait nécessairement des répercussions sur l'inflation. D'autre part, et ce point est peut-être encore plus important, la tendance à la baisse des taux d'épargne témoignait d'une mentalité de plus en plus inflationniste et faisait redouter que la situation ne devienne incontrôlable. De fait, les chiffres provisoires indiquent que le recul de l'épargne s'est accentué au cours des premiers mois de 1980. L'alourdissement simultané de l'endettement

Revenu disponible et épargne des ménages aux Etats-Unis

Rubriques	1960-69	1970-74	1975	1976	1977	1978	1979	1979			
								1er tri-mestre	2ème tri-mestre	3ème tri-mestre	4ème tri-mestre
en %											
Taux d'épargne ¹	5,9	7,3	7,7	6,8	5,0	4,9	4,5	5,0	5,4	4,3	3,5
Taux d'épargne financière ²	3,7	5,8	7,1	4,5	3,0	2,8	2,8	2,8	3,8	2,6	2,0
Revenu réel disponible ³	4,1	3,4	2,1	3,7	4,2	4,6	2,3	4,2	2,8	1,8	0,5

¹ Rapport entre l'épargne des ménages et le revenu disponible, sur la base de la comptabilité nationale. ² Epargne brute moins investissements physiques (principalement biens de consommation durables et construction de logements) sur la base des flux financiers. ³ Taux de variation annuels du revenu réel disponible des ménages.

des ménages a atteint un niveau considéré comme dangereux et jugé préoccupant, étant donné le risque d'une réaction déflationniste excessive susceptible d'aggraver inutilement la récession attendue. Il n'est pas rare cependant de voir l'épargne fléchir légèrement en période de réduction du revenu réel disponible. D'ailleurs, les chiffres montrent que les pressions subies à cet égard par les ménages dans le courant de l'année dernière ont été assez fortes. En d'autres termes, la tendance à la baisse de l'épargne, l'an passé, peut également s'expliquer en partie par l'évolution du revenu réel, même si, à n'en pas douter, les facteurs inflationnistes ont joué un rôle prépondérant dans ce domaine.

Pressions relatives de la demande et ajustement externe

Le Rapport de l'an passé soulignait que les mouvements cycliques asynchrones constituaient l'une des raisons essentielles des déséquilibres des paiements courants entre les pays industrialisés. C'est ainsi que la vive expansion enregistrée depuis 1975 aux Etats-Unis contrastait fortement avec l'évolution de la conjoncture au Japon, en Suisse et en Allemagne. On voyait dans les excédents qui en étaient résultés dans ces derniers pays et dans le déficit qu'accusaient les Etats-Unis l'une des causes des perturbations monétaires qui avaient atteint leur paroxysme en 1978.

En 1979, on constate cependant l'amorce d'un revirement de ce processus: les pressions relatives de la demande ont commencé à s'inverser tandis que les effets des variations antérieures des taux de change se faisaient peu à peu sentir avec un certain décalage sur les soldes extérieurs. Les marchés des changes ont été, eux aussi, plus calmes l'an passé. La présente analyse ne porte toutefois que sur le solde des biens et services, exprimé en volume, comme le sont également les soldes extérieurs figurant sur les graphiques des pages 46 et 47. L'autre trait marquant de 1979 – à savoir la détérioration des termes de l'échange due à l'incidence des prix pétroliers et la dégradation concomitante de la balance des paiements courants des divers pays industrialisés – n'est pas examiné ici. Le Chapitre V traite de manière plus détaillée de la situation globale des paiements.

Comme l'an passé, on a mesuré la pression relative de la demande en comparant, pour chaque pays, la déviation de la demande interne globale du pays considéré par rapport à la tendance antérieure à 1973 avec la déviation moyenne pour l'ensemble des pays considérés. Le but recherché est d'essayer de tenir compte du fait que la pression de la demande dépend non seulement du taux actuel de croissance mais aussi du potentiel productif – dont la croissance a été estimée sur la base de l'évolution tendancielle. (En raison du changement d'orientation très net de la croissance au Japon, on n'a toutefois pas utilisé la tendance antérieure à 1973 dans ce pays pour mesurer les déviations au cours de la période postérieure à cette date, mais la croissance moyenne en 1973-79.) Les graphiques montrent une nouvelle fois l'influence apparemment prédominante de la demande sur le solde extérieur réel; cependant, du fait que les taux de change ont également joué l'an dernier dans le sens d'un meilleur ajustement, l'examen des seuls graphiques ne permet pas de distinguer la contribution relative de ces deux facteurs.

Le changement le plus significatif s'est, bien entendu, produit aux Etats-Unis où, après deux années d'amélioration de la compétitivité des prix, le rythme d'expansion

de la demande interne s'est ralenti, passant de près de 4½% en 1978 à moins de 2% l'an dernier. D'un autre côté, au Japon et en Allemagne, l'accélération de la croissance de la demande a été légèrement moins forte – le taux de progression passant de 7% à 7½% et de 4% à 5¾% respectivement. Dans les deux cas, cependant, le solde extérieur réel, exprimé en pourcentage du produit national brut, a sensiblement fléchi (-1¼%). En Allemagne, il est clair que ce résultat est attribuable en partie à l'appréciation du deutsche mark. Pour ce qui est du Japon, l'ajustement a sans aucun doute été également facilité par les effets différés de l'appréciation du yen en 1978, même si cette évolution s'est trouvée en grande partie inversée l'année passée. Il se peut aussi que le programme d'importations «d'urgence» et la limitation volontaire appliquée à certaines exportations aient continué de faire sentir leur influence, même si ces deux mesures s'imposaient de moins en moins au fil des mois.

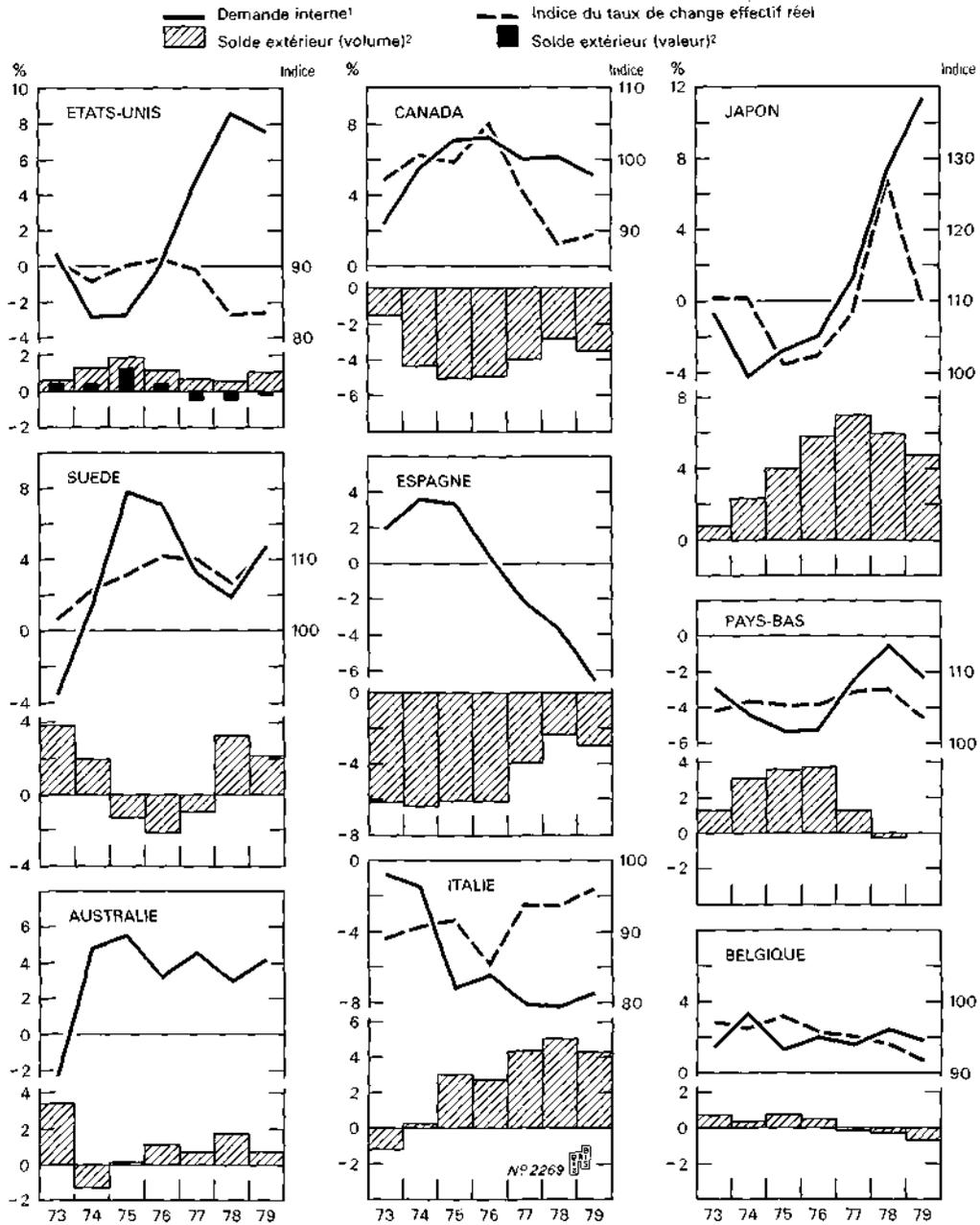
En Suisse, le volume des exportations nettes a enregistré une contraction particulièrement marquée de près de 2% du produit national brut. Cette régression n'est pas du tout imputable apparemment à la situation conjoncturelle, puisque la demande interne n'a progressé que de 2½%, contre un peu plus de 3% en 1978. Malgré l'affaiblissement du franc suisse durant l'année écoulée, l'ajustement externe réalisé s'explique presque en totalité par le cours moyen élevé de cette monnaie.

Dans les pays qui accusaient déjà un déficit global des paiements courants en 1978 (à prix courants), l'évolution conjoncturelle de la demande a permis l'an dernier d'obtenir un certain ajustement – comme par exemple aux Pays-Bas et en Norvège. Etant donné que l'Italie bénéficiait d'un excédent de paiements courants confortable, elle a pu (de ce point de vue tout au moins) laisser le rythme de la demande croître assez rapidement pour passer de 2% à 6%. C'est en Suède cependant que l'évolution de la demande a subi le revirement le plus marqué, un fléchissement de 2% ayant fait place à un accroissement de 5½%, ce qui a contribué l'an passé à l'apparition d'un déficit des transactions courantes.

Au Canada, où la croissance de la demande interne s'est aussi quelque peu accélérée, la variation de la pression relative de la demande a été particulièrement sensible par rapport aux Etats-Unis, son principal partenaire commercial. (Ce phénomène n'apparaît pas dans le graphique, puisqu'il n'est tenu compte dans les calculs d'aucune pondération en fonction de l'importance des échanges commerciaux.) Le solde extérieur à prix constants s'est donc détérioré, en dépit d'une dévaluation considérable en termes réels du dollar canadien. Le cas le plus singulier reste cependant celui du Royaume-Uni. Malgré une légère décélération de l'expansion de la demande réelle, cette dernière a faiblement progressé en termes *relatifs*, évolution amplifiée par une nouvelle hausse du taux de change réel – autrement dit, par une nouvelle détérioration de la compétitivité des prix. Aussi n'est-il pas surprenant que les exportations nettes en volume aient fortement fléchi. Le développement de la production pétrolière en Mer du Nord n'a donc fait que compenser partiellement une détérioration qui aurait pu être encore plus accentuée.

Abstraction faite des cas particuliers, l'analyse confirme cependant que l'évolution relative de la demande – qui dépend en partie des modifications de la politique budgétaire – a joué de manière décisive dans le sens d'une amélioration de l'équilibre

Pressions relatives de la demande et soldes extérieurs réels

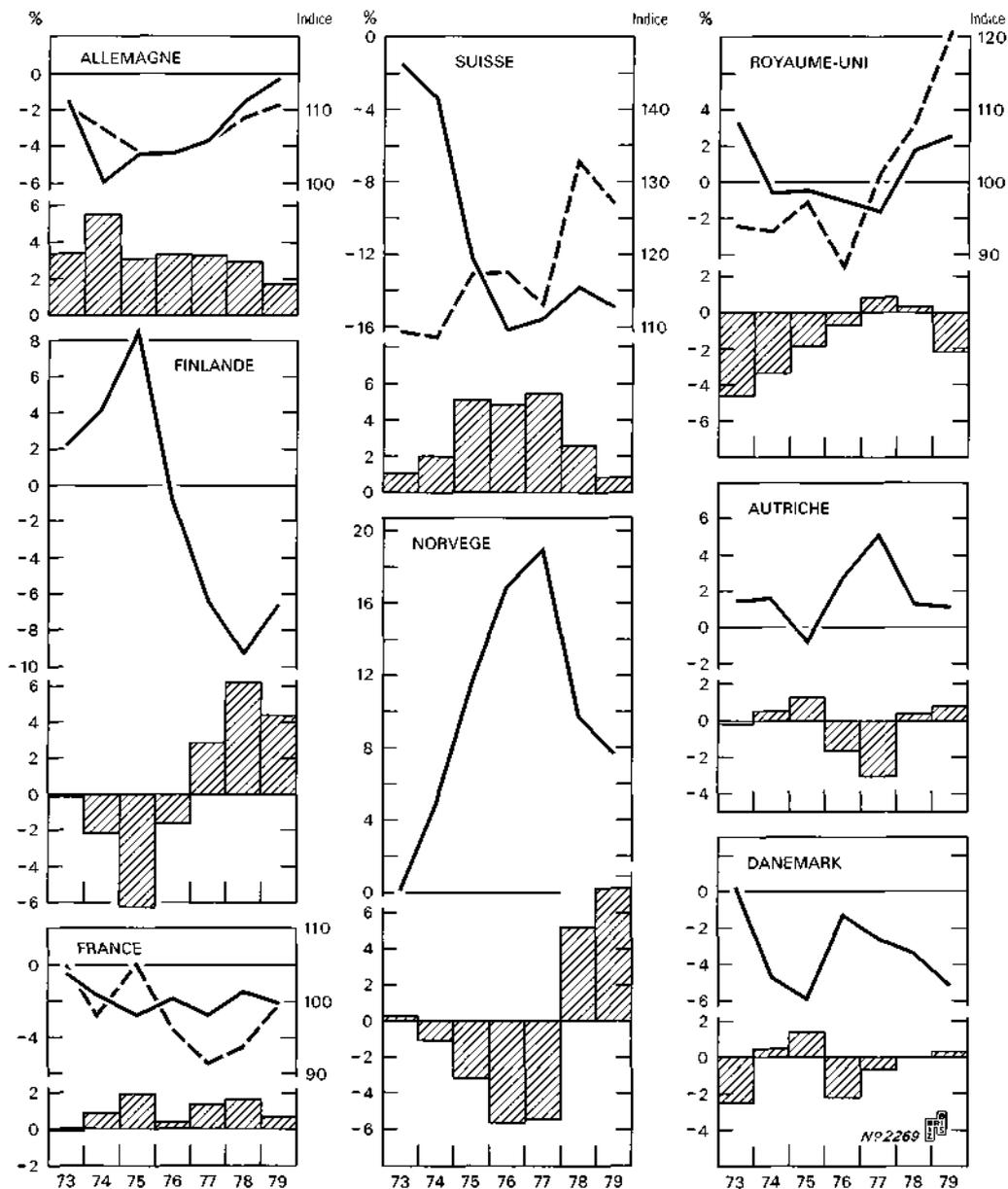


¹ Voir page 44 pour les explications.

² Exprimé en pourcentage du produit national brut.

international, l'an passé. Aux Etats-Unis, notamment, la demande s'est stabilisée à un niveau élevé au moment même où le Japon et l'Allemagne assuraient en partie le relais et réalisaient, tout comme la Suisse, un certain ajustement extérieur par le biais du taux de change. Malheureusement, malgré l'expansion différenciée qu'on s'était efforcé d'obtenir pour atténuer les contraintes de balance des paiements de certains pays, le

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



Remarque : Les taux de change effectifs réels ne sont indiqués que pour les pays du Groupe des Dix et la Suisse.

résultat d'ensemble a contribué à intensifier et à diffuser l'inflation. Comme la demande aux Etats-Unis n'a pas accusé le fléchissement escompté, le mouvement de reprise dans les autres pays a suffisamment stimulé la demande globale pour entraîner des relèvements sensibles des prix du pétrole et des autres matières premières. Ainsi, faute d'avoir réussi à appliquer des politiques suffisamment différenciées, les autorités des divers pays ont commencé, à des degrés divers, à adopter des mesures de restriction de la demande.

Politique budgétaire

Comme on l'a déjà noté, l'orientation légèrement expansionniste imprimée, en 1978, à la politique budgétaire hors des Etats-Unis a commencé à porter ses fruits, l'an dernier, sous la forme d'une accélération du rythme de croissance de la demande. Cependant, tout comme les efforts mis en œuvre antérieurement pour tenter de sortir définitivement de la récession de 1974-75 avaient dû être freinés en 1977 en raison des risques d'inflation, de même un retour à la modération s'est de nouveau opéré en 1979. C'est dans ce sens, comme le prévoyait déjà le Rapport de l'an passé, que la persistance d'une demande soutenue aux Etats-Unis peut avoir eu indirectement tendance à «évincer» la croissance dans les autres pays. Ce phénomène apparaît non seulement dans la nouvelle hausse des cours des matières premières autres que le pétrole mais aussi, bien entendu, sur le marché pétrolier lui-même. Etant donné la détermination dont font preuve actuellement les autorités dans leur lutte contre l'inflation, on peut penser que le durcissement de la politique budgétaire sera plus sévère et plus général qu'en 1977, voire qu'en 1974-75.

Evolution des soldes financiers des administrations publiques¹ et du chômage

Pays	Rubriques	Variations annuelles					Moyennes annuelles	
		1975	1976	1977	1978	1979	1974	1979
		en %						
Etats-Unis	Taux de chômage	2,9	-0,8	-0,7	-1,0	-0,2	5,6	5,8
	Excédent financier	-4,7	2,1	1,1	1,0	0,6	0,5	0,6
Japon	Taux de chômage ²	0,6	0,0	0,1	0,0	-0,2	1,2	0,7
	Excédent financier	1,1	-0,9	-0,3	-1,6	0,3	-3,8	-5,2
Allemagne fédérale	Taux de chômage	2,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,5	2,6	3,8
	Excédent financier	-4,4	2,2	1,1	-0,3	-0,1	-1,4	-2,9
France	Taux de chômage	1,6	0,4	0,6	0,4	0,7	2,3	6,0
	Excédent financier	-2,8	1,7	-0,8	-1,0	0,9	0,6	-1,4
Royaume-Uni	Taux de chômage	1,4	1,4	0,5	0,0	-0,3	2,4	5,4
	Excédent financier	-0,8	-0,2	1,8	-1,2	1,5	-4,0	-2,9
Italie	Taux de chômage	0,4	0,8	0,5	0,0	0,5	5,5	7,7
	Excédent financier	-5,8	2,6	1,0	-2,5	-0,4	-5,9	-11,0
Canada	Taux de chômage	1,6	0,2	0,9	0,3	-0,9	5,4	7,5
	Excédent financier	-4,2	0,6	-1,1	-1,0	1,7	1,8	-2,2
Belgique	Taux de chômage	1,3	1,2	0,9	0,4	0,2	3,2	7,2
	Excédent financier	-2,4	-0,7	-0,2	-0,5	-0,6	-2,4	-6,8
Pays-Bas	Taux de chômage	1,6	0,3	-0,2	-0,1	-0,1	3,6	5,1
	Excédent financier	-2,6	0,0	0,3	-1,5	-0,4	-0,1	-4,3
Suède	Taux de chômage	-0,4	0,0	0,2	0,4	-0,1	2,0	2,1
	Excédent financier	1,0	1,8	-4,7	-1,3	-2,3	1,9	-3,6
Danemark	Taux de chômage	3,5	0,1	1,6 ³	-1,0	-1,4	2,5	6,0
	Excédent financier	-6,9	2,1	-0,3	0,0	-0,9	4,6	-1,4
Norvège	Taux de chômage	0,5	0,0	-0,2	0,2	0,2	0,6	1,3
	Excédent financier	-0,2	-1,4	-4,0	-1,2	1,1	4,7	-1,0

¹ A l'exclusion des entreprises du secteur public. L'excédent ou le déficit (-) financier représente, en termes de comptabilité nationale, la différence entre l'épargne des administrations publiques et leur investissement propre (c'est-à-dire le montant net de leurs prêts aux autres secteurs). Les chiffres sont exprimés en pourcentage du PNB.
² Pour le Japon, l'indicateur de pression de la demande utilisé est le rapport entre la demande et l'offre de main-d'œuvre, le signe des variations étant inversé. ³ Interruption dans les séries.

Le tableau précédent indique les variations, exprimées en pourcentage du produit national brut, des soldes financiers des administrations publiques et présente parallèlement celles du taux de chômage, qui sert d'indicateur des fluctuations de la pression de la demande. En examinant ces résultats, il faut tenir compte du fait que le solde budgétaire est en partie de nature endogène, en ce sens qu'il est influencé par la situation économique et qu'il influe à son tour sur cette dernière. Dans la mesure où les variations annuelles sont de sens opposé (diminution de l'excédent budgétaire et augmentation du chômage ou vice versa), il n'est pas possible de dire, à la lecture de ce seul tableau, si la politique budgétaire exerce sur la demande une influence exogène venant s'ajouter à celle des « stabilisateurs automatiques ».

Ce tableau montre néanmoins l'orientation quelque peu expansionniste de la politique budgétaire, en 1978, en Allemagne et au Japon. Si, en Allemagne, cette évolution a même influencé les chiffres moyens pour 1979, la politique budgétaire allait prendre une tournure moins expansionniste au second semestre, du fait du relèvement, au milieu de 1979, de la taxe à la valeur ajoutée. Aux Etats-Unis, le solde financier des administrations publiques s'est encore amélioré l'an dernier, puisqu'il est devenu excédentaire à hauteur d'un peu plus de ½% du produit national brut. Comme la croissance de la demande s'est ralentie et que le chômage a progressivement cessé de se réduire, on peut en déduire que les autorités ont probablement durci leur politique budgétaire. En ce qui concerne les autres pays, il est clair qu'un resserrement s'est opéré en France, de même qu'au Royaume-Uni après le changement de gouvernement. En Norvège, les autorités ont adopté une attitude légèrement restrictive en matière budgétaire, alors que — sur l'ensemble de l'année tout au moins — l'orientation a été fort expansionniste en Suède, ainsi que, à un degré moindre, au Danemark et aux Pays-Bas.

Les modifications en cours d'année des orientations et des réactions des autorités dans le domaine budgétaire sont tout aussi intéressantes, sinon davantage, que les moyennes relevées pour 1979; cette évolution s'est d'ailleurs poursuivie, et probablement intensifiée, au premier semestre de 1980. La réaction suscitée par la récente poussée d'inflation et la crise pétrolière constitue pour l'instant la manifestation la plus spectaculaire du changement intervenu ces dernières années dans les orientations de la politique budgétaire. Lors de la première crise pétrolière, un large débat s'était engagé sur la question de savoir s'il fallait recourir à des moyens budgétaires pour compenser la contraction de la demande provoquée par l'excédent de l'OPEP. S'il est vrai cependant que ces politiques compensatrices ne furent jamais vraiment appliquées, les autorités ont plus nettement mis l'accent, cette fois, sur la lutte contre l'inflation courante et les conséquences inflationnistes indirectes probables du renchérissement du pétrole lui-même. Il ne semble donc guère y avoir de pays industrialisé qui soit disposé à adopter pour l'heure une politique laxiste, et les autorités concernées réfléchiront à deux fois avant de s'engager à l'avenir dans cette voie. De fait, les projets de budget annoncés à ce jour sont généralement orientés dans un sens restrictif.

D'un point de vue quantitatif, le cas le plus important est évidemment celui des Etats-Unis. Le projet de budget initial pour l'exercice 1981 (qui s'ouvre le 1er octobre prochain) a été présenté en janvier. Il comportait déjà implicitement (bien qu'assez tardivement) une accentuation substantielle de l'effet de freinage exercé par la politique budgétaire sur la demande, car, bien que l'on s'attendît à un accroissement du

déficit du budget fédéral, cette détérioration devait résulter en totalité de l'incidence automatique du ralentissement prévu de l'activité économique. Dans ces conditions, l'excédent budgétaire correspondant à un haut niveau d'emploi, qui s'était élargi de plus de \$20 milliards en rythme annuel au cours de l'exercice 1979, devait augmenter, selon les prévisions, de \$14 milliards pendant l'exercice 1980. Exprimée en pourcentage de la production, cette progression représenterait une impulsion budgétaire globale d'environ 1½%; cette estimation serait pratiquement inchangée si l'on adoptait comme «référence» dans les calculs un niveau de chômage plus réaliste.

Même si l'on tient compte des éventuelles erreurs d'estimation et omissions, une telle évolution paraîtrait à elle seule remarquable par rapport aux normes admises dans le passé, car elle signifierait la mise en place d'une politique budgétaire déflationniste alors que parallèlement les prévisions officielles annoncent une certaine récession et une montée du chômage. Cependant, devant la vigueur relative et surprenante dont continue à faire preuve l'économie réelle, les répercussions sur les indices effectifs des prix et sur les anticipations inflationnistes de la vive hausse des cours du pétrole et des prix à la consommation, et compte tenu de l'instabilité régnant sur certains marchés financiers, l'Administration a été amenée à intensifier son action. En conséquence, le projet de budget présenté en janvier 1980 a été amendé en mars dernier. Les autorités ont annoncé une réduction supplémentaire de plus de \$4 milliards des dépenses budgétaires pour l'exercice 1981 ainsi qu'une augmentation de \$28 milliards des rentrées fiscales; \$16 milliards proviendront d'une taxe sur les importations de produits pétroliers et d'un impôt prélevé à la source sur les intérêts et les dividendes perçus, le reste étant la conséquence d'un taux d'inflation plus élevé que prévu. A première vue, ce train de mesures devrait se traduire par une contraction supplémentaire correspondant à plus de 1% du produit national brut. En outre, il semble impliquer le passage à un excédent *effectif* (par opposition à un excédent corrigé de l'évolution conjoncturelle) du budget fédéral. Il ressort néanmoins des déclarations de représentants de l'Administration que, dans le cas où un excédent deviendrait probable, les autorités pourraient décider un allègement fiscal de manière à rétablir pratiquement l'équilibre. Toutefois, dans l'éventualité d'une récession, qui semblait se confirmer au printemps de 1980, l'action des «stabilisateurs automatiques» du budget pourrait fort bien se traduire dans une certaine mesure par le retour à l'aggravation des déficits plutôt qu'à leur réduction.

Dans d'autres pays également, on relève des signes de durcissement des politiques budgétaires. Au Japon, le projet de budget pour l'exercice s'achevant en mars 1981 visait à comprimer le déficit d'environ Y 1.000 milliards; il s'agit en l'espèce d'une réduction du déficit *nominal*, alors que le pays se trouve à la fois en situation d'inflation et devant la perspective d'un ralentissement de l'activité économique. En mars, cependant, des modifications ont été apportées au budget, avec notamment le report de la mise en œuvre de certains programmes de dépenses, prévus initialement pour le présent exercice, ainsi que des majorations substantielles du coût de l'électricité. Le gouvernement fédéral allemand s'efforce aussi de réduire le découvert budgétaire cette année. Si le déficit de l'exercice 1979 a été inférieur aux prévisions, la sous-estimation tient en partie au fait que l'inflation a été plus forte que prévu; en tout état de cause, le solde négatif a été légèrement supérieur à celui de 1978. En France, l'adoption d'une attitude plus restrictive en matière budgétaire s'est traduite essentiellement

par le relèvement des cotisations de sécurité sociale, l'été dernier — de l'ordre de 1% des salaires bruts. On s'attend pour cette année à une réduction de quelque FF 4 milliards du déficit budgétaire, qui se trouverait alors ramené à l'équivalent de 1¼% environ du produit national brut.

C'est au Royaume-Uni, dans la patrie même de Keynes, que l'abandon des anciennes conceptions de politique économique a été le plus net. Dans ce domaine, le gouvernement entré en fonctions l'an dernier a axé principalement sa politique sur l'abaissement graduel du taux de croissance de la masse monétaire. Alors que, depuis la guerre, la politique budgétaire était utilisée la plupart du temps pour ajuster la demande globale, les implications monétaires se trouvant reléguées au second plan, les autorités s'en remettent désormais pleinement à l'arme budgétaire pour ramener les besoins d'emprunt du gouvernement à un niveau compatible avec la maîtrise de l'expansion monétaire. Elles y recourent aussi pour essayer d'améliorer le côté offre de l'économie, par le biais notamment d'une réduction des dépenses directes du secteur public, d'un allègement de la fiscalité directe et, plus récemment, par une compression en termes réels et une taxation de certaines prestations de sécurité sociale à court terme. Malheureusement, les objectifs contradictoires fixés au budget de l'an dernier — réduction des emprunts de l'Etat et abaissement des barèmes de la fiscalité directe — ont entraîné un important relèvement compensatoire de la taxe à la valeur ajoutée. Par son effet sur l'indice des prix à la consommation, cette mesure aurait sensiblement contribué, aux yeux de maints observateurs, à l'aggravation de l'inflation salariale au cours de l'hiver dernier.

La stratégie fondamentale a été confirmée dans le budget de cette année et complétée par la publication d'un plan à moyen terme visant à réduire les besoins d'emprunt du secteur public et à abaisser le taux de croissance de la masse monétaire. Les autorités sont d'avis qu'un tel plan permet de peser davantage sur les anticipations inflationnistes qu'une série d'objectifs monétaires annuels. D'ici à l'exercice 1983-84, le taux de croissance de la masse monétaire devrait être ramené à environ 6%, soit la moitié de ce qu'il était l'an dernier, alors que les besoins d'emprunt du secteur public ne devraient plus représenter que 1½% du produit national brut, contre 4¾%, selon les estimations, pour 1979-80. En effet, bien que les prévisions officielles annoncent une chute de 2½% de la production cette année (ce qui constituerait le fléchissement le plus marqué jamais enregistré en un an depuis la guerre), le budget 1980 table sur une baisse de 1% des besoins d'emprunt du secteur public. C'est peut-être dans ce domaine que le changement d'orientation du rôle de la politique monétaire apparaît le plus nettement.

Dans le passé, pour nombre d'observateurs, une telle réduction du déficit budgétaire aurait inmanquablement provoqué une chute de la production. Les tenants de la nouvelle approche soulignent cependant, à juste titre, que même la fourchette-objectif de l'expansion monétaire prévue pour la fin de la période d'application du plan — soit 4 à 8% — est nettement supérieure à toute croissance tendancielle envisageable à long terme pour la production en Grande-Bretagne et que, vue sous cet angle, elle n'est pas intrinsèquement restrictive. L'évolution de la production réelle, et du chômage, dépendra donc des effets de cette stratégie sur les anticipations inflationnistes et sur l'inflation elle-même. Elle sera, en particulier, tributaire des réactions des entreprises et

des syndicats, qui ont souvent utilisé dans le passé leur pouvoir contractuel pour obliger des gouvernements moins déterminés à revenir à une politique monétaire de plus grande facilité. Ce n'est donc pas aller trop loin que d'affirmer que les économistes et les responsables de la politique économique auront eu pour une fois la possibilité d'observer un phénomène qui s'apparente à ceux qu'on enregistre couramment en sciences naturelles. Le résultat de cette expérience aura certainement des implications qui iront au-delà de son incidence sur la seule économie du Royaume-Uni.

Pour en revenir à des considérations plus générales, la tendance au durcissement de la politique budgétaire, face à l'inflation et au récent choc pétrolier, ne semble guère comporter d'exception. Hormis des cas extrêmes, pour de nombreux pays, le caractère restrictif n'est probablement pas très marqué si l'on s'en réfère aux normes habituelles. Ce qui rend surtout perplexe, en revanche, tient plutôt au fait qu'un si grand nombre de pays ont choisi la même orientation au même moment. Il est fort possible qu'on ait tendance à sous-estimer les effets multiplicateurs, à l'échelle internationale, d'une déflation généralisée. C'est ce qui peut expliquer en partie — mutatis mutandis — la surchauffe inflationniste de 1972-73. En d'autres termes, étant donné que l'incidence de la politique déflationniste menée par un pays se répercute partiellement sur l'extérieur et que beaucoup de pays s'engagent en même temps dans la voie du freinage budgétaire et monétaire, la récession peut fort bien se propager peu à peu à tous les pays.

En tout état de cause, on assiste à la mise à l'épreuve de l'opinion de plus en plus répandue selon laquelle la politique budgétaire volontariste a, pendant de nombreuses années, de moins en moins stimulé l'économie réelle et de plus en plus alimenté l'inflation. La question cruciale est de savoir si les politiques budgétaire et monétaire continueront d'exercer, lorsqu'elles seront utilisées dans un sens «déflationniste», une influence décisive sur la composante prix plutôt que sur la composante volume du revenu national nominal. Les pouvoirs publics savent fort bien que les résultats risquent d'être peu satisfaisants; aussi se sont-ils généralement efforcés de suggérer au secteur privé, de manière explicite et implicite, le comportement qui serait compatible avec la nécessité de réduire rapidement l'inflation et de limiter au minimum les effets exercés sur le niveau de l'emploi.

Le second choc pétrolier

En 1979, le prix du pétrole a plus que doublé, ce qui a déclenché pour la deuxième fois un sévère «choc pétrolier» dans les économies des pays importateurs de pétrole. En valeur absolue, cette hausse, qui est probablement du même ordre de grandeur que celle de 1973-74, compte tenu de la hausse générale des prix, est venue s'ajouter au quintuplement enregistré au début de la décennie. En outre, on constate maintenant que certains grands producteurs de pétrole sont de moins en moins disposés à maintenir leurs livraisons à un niveau élevé et encore moins à les accroître, même s'ils disposent des moyens physiques de le faire. Peut-être cela implique-t-il que, outre les effets évidents de ce dernier renchérissement sur l'inflation, la situation des balances des paiements et la demande réelle, le risque d'un freinage de la croissance économique, pour des raisons d'approvisionnement en énergie, apparaît maintenant plus sérieux qu'il y a six ans. La nécessité d'opérer un ajustement de grande envergure en

matière d'énergie est, de ce fait, devenue plus pressante, de même que l'incitation économique à agir dans ce sens.

Sur un plan, l'analyse du second choc pétrolier est identique à celle qui fut généralement retenue en 1974. C'est ainsi qu'on note de nouveau la conjonction assez paradoxale d'une pression à la hausse des prix dans les pays importateurs de pétrole et d'un effet déflationniste sur la demande réelle, cependant que ce choc exerce parallèlement une incidence néfaste sur les balances des paiements courants. Le nouvel accroissement des revenus des producteurs de pétrole intervient après six années d'une croissance extrêmement rapide du volume de leurs importations. Il est donc possible que certains d'entre eux ne soient pas en mesure de dépenser en totalité ce surcroît de recettes, d'autant plus qu'ils nourrissent à présent davantage d'inquiétudes quant aux conséquences sociales et politiques d'un développement économique très rapide. De plus, si le prix du pétrole se maintient mieux désormais en termes réels, l'excédent de l'OPEP, avec ses effets à la fois déflationnistes et inflationnistes, risque d'être plus durable. C'est ainsi que l'Administration américaine avait estimé entre 1½ et 2% du produit national brut le prélèvement opéré, l'an dernier, sur la demande par le renchérissement du pétrole — compte tenu de l'incidence du remploi probable des recettes supplémentaires par les producteurs tant étrangers que nationaux. Cette ponction représente sans doute maintenant plus de la moitié de l'effet de freinage prévu pour l'ensemble des années 1979 et 1980 (après les révisions apportées en mars au budget) du fait de l'application d'une politique budgétaire délibérément restrictive.

Pour les autres pays industriels, la répercussion de la seule hausse du prix du pétrole sur la demande peut être un peu plus forte qu'aux Etats-Unis, et les pouvoirs publics ont adopté des mesures de resserrement budgétaire et monétaire de portée plus vaste qu'en 1974. Certains pays en développement non détenteurs de pétrole peuvent également être contraints de durcir leur politique s'ils ne sont pas en mesure de se procurer des ressources suffisantes pour financer le déficit de leur balance des paiements. Ainsi, considérant que, dans certains pays d'Europe et au Japon, le second choc pétrolier s'est produit dans le contexte d'une inflation moins forte qu'en 1973, on peut logiquement espérer que les conséquences inflationnistes seront cette fois moins sévères. D'autre part — et cela renforce cette constatation — dans certains pays, le niveau du chômage était beaucoup plus élevé en 1979 qu'en 1973, de sorte que toute nouvelle aggravation dans ce domaine partira d'une base supérieure.

Le récent choc pétrolier se distingue toutefois du premier par la réticence plus marquée des principaux producteurs à assurer des approvisionnements nettement supérieurs aux quantités qui leur sont nécessaires pour couvrir leurs besoins internes et payer leurs achats non pétroliers. Cette attitude risque, à son tour, d'entraver le potentiel de croissance des pays importateurs de pétrole. Pour l'heure, cette contrainte ne se fera peut-être pas trop sentir si une nouvelle récession se manifeste, comme l'on s'y attend généralement, mais le problème pourrait se poser lorsque la reprise s'amorcera. Elle souligne, avec davantage d'acuité qu'auparavant, l'urgence extrême, pour les pays industriels, de prendre des mesures efficaces d'économie d'énergie et de réduire leur dépendance à l'égard du pétrole importé.

Il va de soi que le prix du pétrole ne peut excéder certaines limites, en partie déterminées par le coût de production des autres formes d'énergie. Or, ces coûts

apparaissent aussi élevés, sinon plus, que le prix actuel du pétrole et, de toute façon, il faudrait attendre longtemps avant d'obtenir une production importante – cette remarque s'applique sans doute aussi à d'éventuelles découvertes de vastes gisements pétrolifères classiques à coût réduit. En d'autres termes, comme le prix du pétrole reste à l'abri de la concurrence des énergies de remplacement, certains pays producteurs ont estimé qu'il n'y avait guère de risques à freiner l'extraction. Dans ces conditions, l'offre pourrait s'infléchir vers le bas – contrairement à la conception traditionnelle – car, plus le prix sera élevé, plus le volume des ventes requises pour couvrir les importations sera faible; parallèlement, la quantité et la valeur du pétrole conservé dans le sol augmenteront.

On ne peut évidemment pousser trop loin ce genre de raisonnement. En effet, les pays producteurs n'ont pas intérêt à provoquer un grave bouleversement de l'économie du monde industrialisé tant qu'il existe des ressources pétrolières disponibles. Les pays industriels restent les principaux fournisseurs d'une vaste gamme de biens et services indispensables au développement, quel que soit le rythme auquel il est jugé bon de le poursuivre.

Néanmoins, comme les ressources pétrolières ne sont pas inépuisables, l'économie mondiale se voit contrainte d'opérer des ajustements fondamentaux dans le domaine de l'énergie. Ce que l'on a appelé la «soudure énergétique» – c'est-à-dire la période caractérisée par le passage du pétrole à des sources de remplacement et par les économies d'énergie en général – risque de se prolonger jusqu'à la fin du siècle. D'ici là, les pays importateurs de pétrole continueront cependant à avoir besoin de quantités considérables de brut. Consommateurs et producteurs doivent donc coûte que coûte trouver un terrain d'entente pour assurer les approvisionnements nécessaires et éviter de profonds bouleversements. Au vu de la situation actuelle, il faudra en particulier se préoccuper davantage du prix réel du pétrole et trouver des formules d'investissement nouvelles pour les excédents des producteurs.

Autre paradoxe qui s'apparente à celui que l'on a déjà noté en ce qui concerne l'infléchissement vers le bas de la courbe de l'offre: plus l'effort d'ajustement des pays consommateurs sera intense et rapide, plus les pays producteurs se montreront sans doute disposés à fournir la quantité réduite de pétrole demandée, et moins la croissance risquera ainsi d'être freinée par une insuffisance d'approvisionnement en énergie. Des considérations non économiques militent également en faveur d'un ajustement rapide, de même que l'éventualité, tout à fait plausible, que certains pays, parvenus à l'auto-suffisance énergétique, souhaitent satisfaire, le cas échéant, une partie de leurs besoins sur le marché international.

On peut distinguer, grosso modo, trois formules possibles d'ajustement à la situation pétrolière: freinage de la demande globale, économies d'énergie et substitution d'autres sources. Dans une certaine mesure, la première de ces voies – le freinage de la demande – a été suivie après le premier choc pétrolier, du fait de l'excédent de l'OPEP et des mesures de politique économique adoptées dans nombre de pays. Le même résultat peut également être obtenu cette fois, puisque la plupart des pays sont conscients de la nécessité de ralentir quelque peu la demande afin de réduire le plus possible les effets inflationnistes de la hausse des prix pétroliers. Néanmoins,

**Besoins globaux d'énergie et de pétrole,
exprimés en proportion du produit national brut**

Pays	Rubriques	1960	1970	1975	1978
		indices 1973 = 100			
Etats-Unis	Total	97,4	103,3	97,8	93,6
	Pétrole	95,6	99,5	99,4	99,0
Canada	Total	104,6	101,5	99,3	94,9
	Pétrole	98,7	102,4	95,0	90,5
Japon	Total	101,3	106,3	97,2	87,4
	Pétrole	42,6	97,2	92,7	84,0
Allemagne fédérale	Total	97,4	99,7	92,8	92,3
	Pétrole	37,3	96,2	86,1	88,4
France	Total	99,4	96,2	87,7	87,4
	Pétrole	44,4	84,6	83,0	78,9
Royaume-Uni	Total	112,9	107,4	94,0	90,9
	Pétrole	59,1	101,7	86,2	83,6
Italie	Total	72,6	99,7	96,2	98,0
	Pétrole	40,8	96,3	89,8	89,2

Source: OCDE.

une contraction allant au-delà de ce qui est nécessaire à cette fin ne constitue évidemment pas un ajustement fondamental à des ressources limitées en voie d'épuisement. Il est vrai cependant que la récession finira, au moins pour quelque temps, par comprimer la demande de pétrole et apportera ainsi quelque répit; à plus long terme également, il sera peut-être difficile d'éviter un ralentissement de la croissance réelle.

Les économies d'énergie, que l'on peut concevoir comme un accroissement de la productivité énergétique de l'économie, représentent un ajustement d'une portée plus durable. Malgré un certain recul, en termes réels, du prix du pétrole après 1974, le rendement énergétique, mesuré par rapport au produit national brut en volume, avait déjà été notablement amélioré en 1978 dans les sept principaux pays industriels, comme le montre le tableau ci-dessus.

Par rapport à la production de biens et de services, les économies réalisées depuis 1973 dans l'utilisation totale d'énergie se situent entre 2% en Italie, 5-7½% au Canada, en Allemagne et aux Etats-Unis, 9% au Royaume-Uni et 12½% environ au Japon et en France. Dans l'ensemble, les économies de pétrole ont été supérieures à celles qui ont été réalisées sur les sources totales d'énergie; dans le cas des Etats-Unis, toutefois, la consommation de pétrole, rapportée à la production globale, n'a baissé que de 1% par rapport à 1973. En outre, il ressort du tableau ci-après que l'incidence des économies sur la consommation totale d'énergie dans les pays de l'OCDE a été plus que compensée par la poursuite de la croissance économique, de sorte qu'en valeur absolue la consommation d'énergie s'est même accrue depuis 1973. Comme la part du pétrole dans ce total n'a que très légèrement fléchi par rapport au maximum de 1973, il n'est guère surprenant que la demande adressée aux producteurs de pétrole de l'OPEP ait de nouveau atteint un niveau élevé avant la dernière crise. Cette situation peut s'expliquer en partie non seulement par l'élévation du produit national brut, mais également par l'évolution du prix de détail d'un seul produit pétrolier - l'essence - rapporté à l'indice global des prix à la consommation dans les grands pays industriels.

**Pays de l'OCDE: besoins de pétrole et d'énergie
et exportations de l'OPEP**

Rubriques	1960	1965	1970	1973	1975	1978
Besoins globaux d'énergie de l'OCDE ¹	1.858	2.334	3.096	3.517	3.380	3.707
Part du pétrole dans ces besoins (en %)	38,6	44,6	50,6	53,1	51,6	52,3
Exportations nettes de pétrole de l'OPEP ²	36	54	76	100	87	95

¹ En millions de TEP (tonnes équivalent pétrole). ² Indice 1973 = 100.
Sources : OCDE et CNUCED.

Les chiffres du tableau ci-après font apparaître une hausse notable du prix relatif de l'essence après la première crise pétrolière, dont l'ampleur a cependant été nettement inférieure au quintuplement du prix du brut. La raison en est que les autres composantes du prix de vente (frais de transport, marges bénéficiaires des compagnies pétrolières et autres distributeurs, impôts indirects) n'ont pas augmenté dans les mêmes proportions. En outre, l'inflation généralisée a eu tendance à éroder progressivement la hausse initiale du prix relatif. Aussi, en 1979, le prix relatif de l'essence se situait-il encore, dans la plupart des pays, au-dessous ou à proximité du niveau de 1960. On peut donc penser que, dans un domaine au moins de la consommation pétrolière, l'argument prix n'a pas particulièrement incité à économiser l'énergie; c'est ce qui justifie certainement en grande partie les dernières mesures prises par les Etats-Unis, et notamment l'application d'une taxe supplémentaire de \$4,62 par baril de brut importé, bien que ce pays ait déjà connu, l'an dernier, la hausse de loin la plus forte, en termes réels, du prix de l'essence. Comme on pouvait s'y attendre, les gouvernements se sont toutefois montrés peu disposés à utiliser l'arme de l'impôt indirect, en raison de son incidence sur le niveau général des prix. Cette incidence pourrait être, en principe, atténuée grâce notamment à des réductions d'impôts sur d'autres postes de dépenses.

Quoi qu'il en soit, les efforts entrepris pour préserver les ressources énergétiques ne peuvent dépasser certaines limites sans nuire au comportement général de l'économie, par exemple dans le domaine de la productivité de la main-d'œuvre. Les pays industriels se sont parfaitement rendu compte que, dans des économies à forte

Evolution du prix de vente relatif de l'essence

Pays	1960	1970	1974	1975	1977	1978	1979
	indice 1973 = 100						
Etats-Unis	115	102	121	119	117	113	137
Canada	112	104	105	108	113	110	111
Japon . . . . .	.	99	120	120	112	95	107
Allemagne fédérale	125	96	113	105	101	101	107
France	152	110	123	115	122	122	128
Royaume-Uni	116	112	123	135	114	100	116
Italie	129	106	135	128	154	137	128

production (c'est-à-dire à productivité élevée), l'énergie est pratiquement une ressource aussi fondamentale que les quatre facteurs classiques que sont la terre, le travail, le capital et la capacité d'organisation. Il est presque certain que, lorsque toutes les économies d'énergie possibles auront été réalisées, la demande de l'espèce restera importante, et continuera peut-être à augmenter. C'est ainsi que les technologies à productivité élevée (c'est-à-dire à forte intensité capitalistique) nécessiteront sans doute toujours des apports considérables d'énergie pour compléter le capital physique. Par conséquent, si l'on veut maintenir, voire élever à plus long terme le niveau de vie actuel, il faudra développer massivement les autres sources d'énergie à mesure que les réserves pétrolières mondiales s'épuiseront. C'est ce qui explique en grande partie l'ampleur du programme énergétique annoncé l'an dernier aux Etats-Unis, ainsi que les efforts déployés, dans d'autres pays, par les pouvoirs publics pour accélérer le développement d'énergies de substitution comme l'énergie nucléaire, et ce en dépit souvent de vives inquiétudes pour l'environnement et la sécurité.

Le coût de l'ajustement à la crise de l'énergie, en termes de pertes de revenu réel, n'est pas seulement lié à l'intensification actuelle et à venir du transfert des ressources réelles vers les producteurs de pétrole, ni aux mesures de freinage de la demande requises pour contenir les effets secondaires des hausses du prix de ce produit. Comme le montre le programme américain, le coût des ressources affectées au développement d'énergies de remplacement est également très élevé, de sorte que l'ajustement nécessitera des dépenses d'investissement considérables, qui auraient pu être consacrées à l'expansion de la production. A une échelle plus réduite, l'adaptation des processus de production actuels à une utilisation plus efficace de l'énergie absorbera aussi une certaine part des ressources d'investissement. Enfin, dans la mesure où la variation du prix relatif de l'énergie conduit à remplacer partiellement par de la main-d'œuvre cette énergie ainsi que les équipements qui en consomment beaucoup, la productivité du travail risque de s'en ressentir.

Productivité et investissement

Il semble toutefois peu probable que l'on puisse imputer l'évolution récente de la productivité uniquement à l'augmentation du prix de l'énergie depuis 1973. Certes, le rythme d'accroissement de la production globale par personne employée s'est légèrement relevé l'an dernier dans certains pays, notamment dans ceux où la croissance de la production s'est accélérée, comme l'Allemagne et l'Italie. Mais, même dans ce dernier groupe, les taux d'expansion ont été inférieurs aux moyennes constatées en longue période avant 1973. Dans d'autres cas, au contraire, la détérioration s'est fortement accentuée — en particulier aux Etats-Unis où, en l'espace d'une année, la productivité totale a en fait baissé de 2% environ. Un fléchissement a également été enregistré au Canada. Le mystère du ralentissement général de la productivité de la main-d'œuvre depuis 1973 s'est donc plutôt épaissi l'an dernier, cependant que cette évolution défavorable préoccupait de plus en plus les pouvoirs publics, notamment aux Etats-Unis. En premier lieu, comme le montre le précédent chapitre, une tendance régressive exerce des pressions à la hausse sur les coûts de production et, partant, sur le niveau des prix. Second point, encore plus important peut-être: elle a nécessairement des répercussions sur le revenu réel des consommateurs et sur le niveau de vie. A une époque où ces deux éléments sont de toute façon comprimés, en raison de la nécessité de

Croissance de la production et de la productivité

Pays	Productivité ¹			Produit national brut		
	1960-73	1973-79	1975-79 ²	1960-73	1973-79	1975-79 ²
	variations annuelles moyennes, en %					
Etats-Unis	2,1	0,2	1,0	4,1	2,5	4,5
Japon	8,8	3,4	4,7	10,2	4,1	6,0
Allemagne fédérale	4,4	3,2	3,8	4,5	2,4	3,9
France	4,9	2,8	2,1	5,7	3,0	3,6
Royaume-Uni	3,1	0,7	2,0	3,2	0,8	2,1
Italie	5,6	1,6	3,0	5,1	2,8	3,8
Canada	2,5	0,3	0,7	5,6	3,1	3,5

¹ Sur la base de l'emploi dans le secteur civil.
récession de 1974-75.

² Cette sous-période correspond au redressement qui a suivi la

s'adapter à la nouvelle situation énergétique et de réduire l'inflation, on peut craindre que la lutte pour le partage du revenu réel ne s'intensifie et, avec elle, la hausse inflationniste des revenus nominaux.

Le trait peut-être le plus frappant du ralentissement de la productivité est son caractère contagieux. Comme le montre le tableau, tous les pays semblent en avoir fait l'expérience, bien qu'à des degrés divers, et tous ont été affectés en même temps – c'est-à-dire dès la confirmation de la récession de 1974. La décélération a été la plus forte au Japon et la moins sensible en Allemagne; le progrès technique mesuré en termes de production par habitant a pratiquement été presque nul aux Etats-Unis, au Canada et au Royaume-Uni (abstraction faite du secteur de l'exploitation pétrolière de la Mer du Nord).

Cette situation résulte, à l'évidence, du ralentissement, également généralisé, de l'expansion économique – bien que, dans ce cas, le raisonnement devienne quelque peu spéculatif – et de l'augmentation corrélatrice du prix relatif de l'énergie. Ces deux explications sont satisfaisantes l'une et l'autre du point de vue chronologique; dans le cas du prix de l'énergie cependant, on aurait pu s'attendre à une réaction étalée sur plusieurs années, et non à la chute brutale des gains de productivité en 1974. L'explication conjoncturelle est également loin d'être satisfaisante dans le cas des Etats-Unis. On a déjà noté que, si l'on considère seulement l'année 1979, des indices montrent sans conteste la persistance d'effets cycliques en Allemagne, en Italie et dans certains autres pays. Cependant, comme l'économie des Etats-Unis a pratiquement accompli un cycle complet depuis 1973, cette explication est sans fondement logique. L'accent mis par le Président des Etats-Unis dans son Rapport économique sur le fait que les gains de productivité, corrigés des variations cycliques, avaient été très faibles, particulièrement en 1974 puis, de nouveau, après 1976 n'a pas constitué, à dire vrai, une surprise. Toujours selon ce rapport, la productivité corrigée des variations conjoncturelles commençait à baisser de manière sensible en 1979.

Il ressort du tableau qui précède que, dans d'autres pays, les taux de croissance de la productivité sont restés inférieurs à leur évolution tendancielle d'avant 1973, même

Taux d'utilisation des capacités dans l'industrie de transformation

Pays	Moyenne 1964-73	1975	1978	1979			
				1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en %							
Etats-Unis	85,5	72,9	84,4	86,7	85,9	85,4	84,6
Japon	92,8	76,3	78,3	81,1	83,1	84,9	86,0
Allemagne fédérale	86,5	77,1	81,2	83,5	85,6	85,3	84,5
France	83,6	72,5	80,4	81,5	82,3	.	81,8
Royaume-Uni	85,0	69,0	75,0	78,0	84,0	89,0	78,0
Italie	78,5	69,3	73,1	75,8	74,8	75,5	77,1
Canada	86,7	80,8	85,7	87,4	85,8	86,2	86,9

après le creux de la récession en 1975. Mais il en est de même pour les taux de croissance de la production – ce qui contraste fortement avec l'expérience américaine. A première vue, il semble que, hors des Etats-Unis, l'explication soit simplement que la reprise conjoncturelle ne s'est jamais effectuée complètement, surtout si l'on considère que c'est dans le pays où, au cours des quatre années passées, le taux de croissance de la production a été le plus proche de ses résultats d'avant 1973 (c'est-à-dire en Allemagne) que le taux de progression de la productivité s'est aussi rapproché le plus de son ancienne tendance. Il est toutefois généralement admis que l'évolution cyclique normale de la productivité est liée aux variations de la pression de la demande sur les ressources, notamment sur le capital installé, selon que l'on utilise plus ou moins intensément les équipements nécessitant des quantités déterminées de main-d'œuvre. S'il est vrai que, dans la plupart des pays, l'indicateur de la pression de la demande que constitue le chômage a continué de faire état d'un niveau de demande faible (voir Chapitre II, page 34), il semble cependant que ce soit moins vrai pour les taux d'utilisation des capacités dans l'industrie de transformation.

Dans de nombreux pays, la pression de la demande sur le capital installé, qui s'était atténuée en 1974 et 1975, s'est établie de nouveau aux alentours des niveaux moyens constatés avant le premier choc pétrolier – évolution sensiblement conforme à celle qu'ont connue les Etats-Unis. On aurait donc pu attendre des gains de productivité supérieurs à la moyenne, tout au moins dès la phase de reprise consécutive au creux de la récession. Apparemment, l'énigme subsiste.

L'accroissement des taux d'utilisation est peut-être moins dû à l'expansion de la production et de la demande qu'au fait que le capital installé a augmenté moins rapidement, voire diminué dans les divers pays. C'est ce que donnent à penser les chiffres ci-après, qui font ressortir le coup d'arrêt généralisé de l'essor des investissements des entreprises – c'est-à-dire du rythme de l'expansion brute du capital installé. Si cette évolution a pu contribuer à soutenir la demande effective en fonction des moyens de production existants (avec éventuellement des effets bénéfiques sur la productivité), il ne faut pas oublier non plus que le progrès technique passe notamment par la réalisation d'investissements nouveaux. Si ces derniers diminuent, on peut également escompter une décélération progressive du progrès technique dans la production.

**Rapport entre l'investissement productif du secteur privé
et le produit national brut**

Pays	Taux annuel moyen de variation				Part de l'investissement dans le produit national brut (à prix constants)		
	du produit national brut réel		de l'investissement productif réel du secteur privé		1960	1973	1979
	1960-73	1973-79	1960-73	1973-79			
en %							
Etats-Unis	4,1	2,5	5,4	2,1	9,0	10,6	10,4
Japon	10,2	4,1	14,0	2,2	14,0	20,1	18,0
Allemagne fédérale	4,5	2,4	4,6	2,7	13,4	13,7	13,8
France	5,7	3,0	7,5	1,1	11,2	13,9	12,4
Royaume Uni	3,2	0,8	4,3	1,6	11,8	11,9	12,4
Italie	5,1	2,8	4,9	-1,6	12,1	11,7	8,8
Canada	5,6	3,1	5,8	4,5	13,2	13,6	14,7
Belgique	3,8	2,5	5,7	1,3	12,5	15,4	14,6
Pays-Bas	5,0	2,5	4,6	1,7	13,8	13,0	12,4
Suède	3,9	1,7	4,9	-1,3	8,3	9,4	7,9
Suisse	4,4	-0,5	5,8	-1,8	18,3	21,6	19,4

Ce genre de considérations a manifestement des implications plus sérieuses que celles qui se réfèrent à une contraction cyclique normale de la productivité. Dans le passé, cette dernière s'est d'ordinaire redressée rapidement au cours de la phase ascendante qui s'ensuivait. En dehors du fait que des politiques nécessairement conservatrices risquent d'empêcher une telle reprise dans un avenir immédiat, on peut se demander, plus généralement, si le ralentissement de l'expansion des investissements ne tient pas à des facteurs plus fondamentaux. Outre la lenteur de la croissance de la demande et la brutale modification du prix relatif de l'énergie, on a assisté au cours des années soixante-dix à une détérioration des rapports coûts/prix dans nombre de pays et à l'apparition de taux d'inflation élevés et variables. A cela s'est ajoutée l'incertitude croissante concernant les réactions des pouvoirs publics et, partant, le coût réel du remboursement des emprunts et le rythme de croissance futur des marchés.

En d'autres termes, l'augmentation des risques liés aux dépenses d'investissement a coïncidé avec un rétrécissement des marges bénéficiaires. La rentabilité attendue des nouveaux investissements en capital fixe peut donc se révéler, dans nombre de cas, insuffisante pour faire face aux majorations de primes nécessaires pour couvrir les risques. L'accélération de l'inflation se traduit également par un relèvement des taux d'intérêt nominaux, susceptible de freiner l'emprunt à long terme. Si, en effet, sur la base des taux d'inflation courants, les taux d'intérêt peuvent apparaître assez modérés actuellement, ils représenteraient à coup sûr une lourde charge si l'inflation venait à fléchir sensiblement. De surcroît, les taux d'inflation élevés semblent s'accompagner d'une plus grande variabilité tant de la hausse des prix elle-même que des prix relatifs, de sorte que les marchés ne sont plus en mesure de fournir, comme à l'accoutumée, les indications claires requises par les investisseurs potentiels en biens d'équipement. Dans la mesure où des facteurs de ce genre sont entrés en jeu, la lenteur de la croissance des

investissements, ces dernières années, aura certainement contribué à freiner l'expansion globale, aussi bien sous l'angle de la demande que, le cas échéant, sous celui de l'offre ou de la productivité.

L'adoption généralisée de politiques anti-inflationnistes permet à présent d'espérer que certains de ces obstacles entravant le développement des dépenses d'investissement pourront être éliminés. Comme semble le montrer l'exemple de l'Allemagne, le rétablissement d'un climat favorable aux investissements peut néanmoins se révéler long et douloureux. Pour y parvenir, il importe, avant tout, de rétablir progressivement des rapports coûts/prix satisfaisants ainsi que d'autres incitations à investir. En outre, selon le pays concerné, ces efforts devront peut-être s'appuyer sur des modifications des réglementations officielles et sur des incitations budgétaires. Enfin, les investissements d'infrastructure du secteur public, destinés à compléter ceux du secteur privé et effectués dans le cadre d'un programme à moyen terme, peuvent stimuler de manière efficace les dépenses d'investissement.

Si l'on admet la possibilité d'améliorer le climat de l'investissement, on peut aussi raisonnablement espérer que la demande latente de biens d'équipement sera soutenue et qu'elle se manifestera en cas d'abaissement des taux d'intérêt et d'amélioration des perspectives en matière de demande. Le simple fait que la courbe de formation brute de capital fixe est restée relativement étale dans presque tous les pays industrialisés tout au long des années soixante-dix semble corroborer cette hypothèse. De plus, si l'on en juge par l'évolution survenue dans le domaine de l'électronique et des communications, rien ne laisse présager un ralentissement du progrès technologique proprement dit. Enfin, la nécessité d'effectuer des investissements destinés à produire et à économiser l'énergie va sensiblement accroître les nouveaux besoins en biens d'équipement, et cela dans le secteur précisément où l'évolution des prix relatifs et des marges bénéficiaires se révèle particulièrement favorable. Si, conformément à la thèse soutenue dans le présent Rapport, les pays parviennent à contenir les répercussions secondaires du nouveau choc inflationniste, ils réussiront graduellement, même si la croissance demeure relativement lente, à établir les conditions préalables à une expansion autonome satisfaisante des investissements en capital fixe.

IV. LA POLITIQUE MONÉTAIRE DANS UN ENVIRONNEMENT EN PROFONDE MUTATION

L'an passé, les marchés financiers ont été principalement caractérisés par une vive ascension généralisée des taux d'intérêt. Entre mars 1979 et mars 1980, les taux d'escompte des banques centrales ont été relevés à intervalles rapprochés dans un pays après l'autre; sur les marchés monétaires nationaux, les taux d'intérêt ont enregistré des progressions s'échelonnant entre 4 et 10 points, tandis que les rendements des obligations se sont accrus de 2 à 5 points. Au printemps de 1980, les taux se situaient, dans la plupart des pays industrialisés, à des niveaux même supérieurs aux sommets atteints précédemment au cours des années soixante-dix. Un revirement particulièrement spectaculaire s'est toutefois produit par la suite aux Etats-Unis, où les taux de rendement des bons du Trésor à trois mois, qui étaient passés de 9½% en mars 1979 au niveau record de 16½% en mars 1980, sont brusquement tombés à 8½% à la mi-mai.

Pendant certaines périodes, les principaux pays ont appliqué des politiques monétaires visant à stabiliser les anticipations inflationnistes et à modérer l'inflation. Cependant, en grande partie pour des raisons d'ordre international, les prix sont à nouveau montés en flèche presque partout au cours des dix-huit mois écoulés. Dans ces conditions, la question essentielle est maintenant de savoir si, devant le nouveau choc pétrolier et la hausse des cours des matières premières, les autorités monétaires se trouvent en général en meilleure posture qu'en 1973-74 pour faire face à ce défi. Il est possible d'y apporter un élément de réponse en examinant l'évolution récente de la masse monétaire et des taux d'intérêt sur une période plus longue. Tel sera l'objet de la première partie de ce chapitre.

La montée des taux d'intérêt, l'an passé, reflète la détérioration des perspectives d'évolution des prix et l'impulsion donnée à la demande de crédit par le rythme élevé ou croissant de l'activité économique. Toutefois, tous les pays industrialisés, grands et petits, ont appliqué en outre des politiques monétaires moins tolérantes ou plus restrictives et ont généralement bénéficié dans une certaine mesure du soutien de la politique budgétaire ou de la politique des revenus. Il ne fait aucun doute que beaucoup d'entre eux ont dû faire face à la fois aux pressions de la demande et à la poussée des coûts d'origine interne. Mais la plupart se sont également efforcés individuellement d'éviter une dépréciation de leur monnaie en raison de l'incidence potentielle qui en résulte sur les coûts internes. L'évolution, au cours de l'année, des politiques monétaires et des marchés financiers est examinée dans la deuxième partie de ce chapitre.

Les modifications sensibles qui se sont produites dans les attitudes fondamentales et dans les techniques opérationnelles de la politique monétaire contribuent à expliquer la montée des taux d'intérêt l'an passé et, comme l'a montré la récente envolée suivie d'un vif repli aux Etats-Unis, elles peuvent laisser présager une plus grande instabilité des taux d'intérêt. Un certain nombre de pays clés s'en remettent davantage à des critères de contrôle quantitatifs des réserves bancaires et laissent les taux du marché monétaire et même les taux débiteurs des banques centrales fluctuer plus librement en fonction de l'évolution de la situation du marché. On constate également une tendance à encourager une plus grande souplesse des taux créditeurs des banques et à

accorder davantage d'importance au mécanisme des taux d'intérêt dans la distribution du crédit. On continue néanmoins à recourir largement à l'encadrement du crédit, et son introduction aux Etats-Unis constitue un changement d'orientation très net — même s'il n'est que temporaire. Certaines de ces modifications et leurs implications apparentes sont examinées brièvement dans la dernière section de ce chapitre.

Analyse rétrospective de la gestion monétaire et de l'évolution de l'inflation

Au cours des dernières années, l'élaboration de la politique monétaire dans le monde industrialisé a été influencée par l'opinion selon laquelle des taux d'expansion monétaire stables et modérés peuvent contribuer sensiblement à la maîtrise de l'inflation. Du fait en partie qu'il est devenu plus difficile, dans un environnement inflationniste, d'évaluer l'effet restrictif de niveaux donnés de taux d'intérêt, on a commencé, au début des années soixante-dix, à accorder une certaine importance aux normes de croissance quantitatives de la masse monétaire dans les débats de politique économique. A cet égard, les Etats-Unis ont fait figure de pionniers, même si les autorités d'autres pays étaient conscientes, depuis longtemps déjà, des risques inhérents à une expansion monétaire excessive.

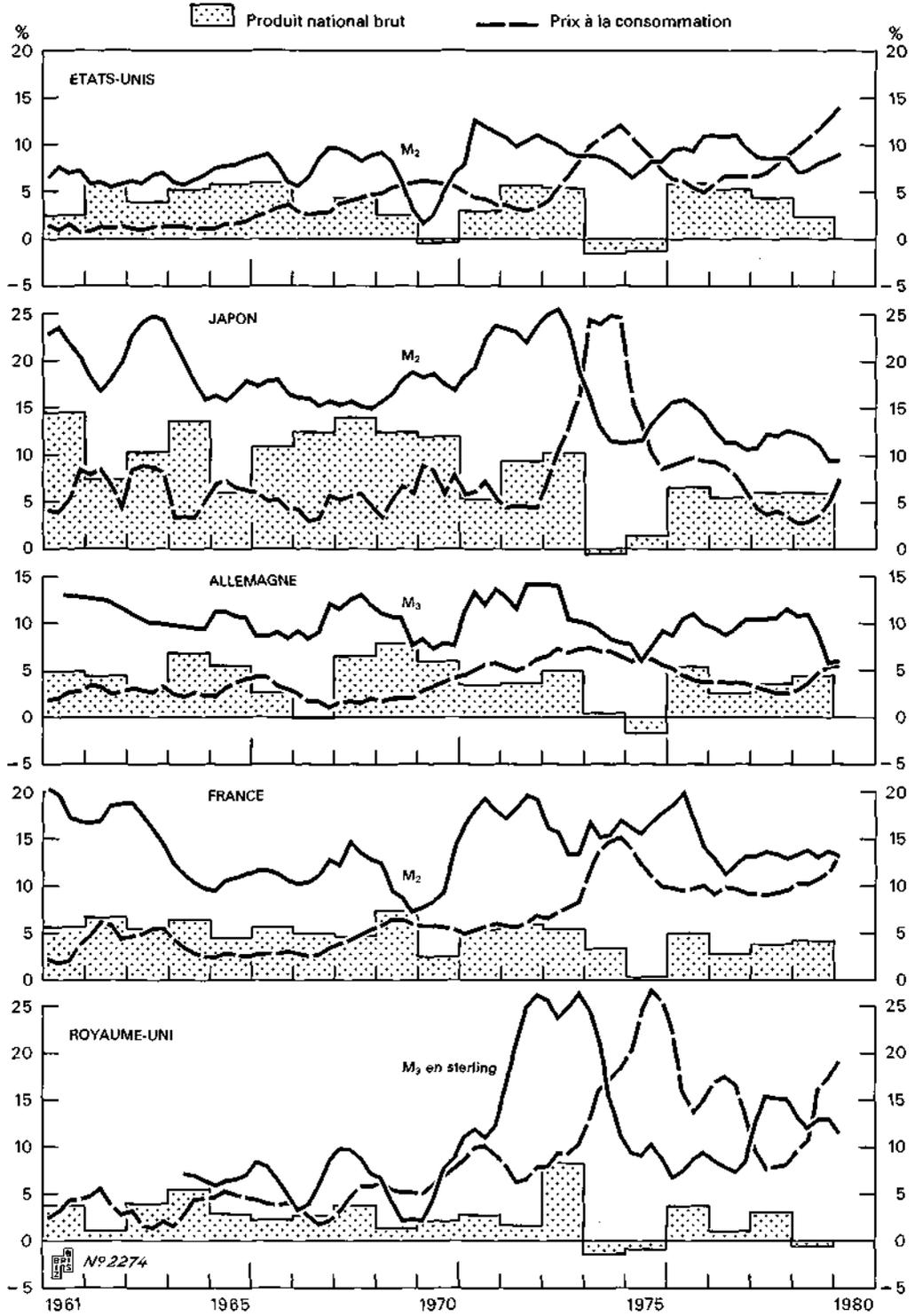
A la suite de l'effondrement du système des taux de change fixes et de la flambée inflationniste de 1973-74, un nombre de plus en plus important de pays a adopté des objectifs de croissance monétaire. A la fin de l'an dernier, sept pays du Groupe des Dix avaient introduit de telles normes; il est à noter que la Suisse les avait abandonnées temporairement. Conformément à la logique implicite de cette conception, les objectifs ont été annoncés publiquement en vue d'influencer les anticipations inflationnistes et ont généralement reflété une politique de réduction graduelle des taux d'inflation à moyen terme.

Il est encore trop tôt pour se prononcer définitivement sur l'efficacité de cette approche. Dans certains pays, l'expérience a été manifestement trop courte. Dans d'autres, les modifications apportées récemment aux techniques de contrôle monétaire ou l'engagement accru des autorités de respecter les objectifs fixés peuvent influencer, le moment venu, les résultats obtenus. En raison toutefois des échecs évidents enregistrés récemment, il serait utile de considérer l'évolution des variables monétaires mises en œuvre dans le cadre de ces politiques — en particulier au cours des dernières années — avec plus de recul et d'examiner leur comportement en liaison avec l'évolution des prix et de la production.

Les agrégats monétaires. Ces dernières années, les taux d'expansion monétaire ont continué d'enregistrer d'amples fluctuations cycliques dans tous les grands pays industrialisés. En outre, dans nombre d'entre eux, ces taux se sont maintenus à des niveaux fort élevés par rapport à ceux qui avaient été atteints antérieurement au cours de phases cycliques correspondantes. Il suffit à cet effet d'examiner le graphique de la page 64 qui compare les taux de progression de la masse monétaire au sens large et ceux des prix à la consommation sur une période de vingt ans. En vue de donner quelques indications sur l'évolution cyclique de la production, ce graphique fait également apparaître les variations annuelles du produit national brut en volume.

Expansion monétaire, variations des prix à la consommation et produit national brut en volume

Moyennes trimestrielles ou annuelles, variations par rapport à l'année précédente



La situation monétaire aux Etats-Unis fait apparaître très clairement une évolution cyclique continue ressemblant étroitement à celles que ce pays a connues précédemment. Jamais, entre 1976 et 1978, les taux de croissance de M_2 (selon la définition communément utilisée jusqu'au début de 1980) n'ont atteint leur sommet de 1971 au cours d'un trimestre. Mais, sur l'ensemble de cette période, l'expansion monétaire n'a guère été inférieure à celle de 1971-73, et a été plus forte qu'en 1967-69, période qui avait précédé la première et forte accélération de l'inflation aux Etats-Unis. En outre, s'il est vrai que le taux d'expansion de M_2 a quelque peu fléchi l'année dernière, il s'est toutefois maintenu légèrement au-dessus du niveau enregistré au creux de la récession de 1975 et a été nettement plus élevé que pendant la période de sévères restrictions du crédit de 1969. La même observation s'applique d'ailleurs, à peu de chose près, à l'évolution des autres principaux agrégats utilisés généralement aux Etats-Unis (qu'ils soient pris dans un sens large ou étroit ou qu'il s'agisse des anciennes ou des nouvelles définitions).

A partir du milieu des années soixante-dix, on observe, dans chacun des autres pays représentés sur le graphique, une nouvelle accélération cyclique du taux de croissance de la masse monétaire au sens large. Depuis 1975, les taux d'expansion monétaire sont du même ordre de grandeur ou supérieurs à ceux qui ont été relevés au cours des années soixante, sauf au Japon où l'augmentation tendancielle de la production s'est considérablement ralentie. Mis à part l'évolution en France en 1974-75, on constate cependant que l'accroissement de la masse monétaire, ces dernières années, a du moins été plus modéré qu'au début des années soixante-dix.

Le niveau élevé des taux de croissance monétaire peut être attribué en partie à l'application de normes assez généreuses et en partie aux difficultés rencontrées pour respecter les objectifs fixés. Dans tous les pays concernés, les autorités ont estimé que l'inflation ne pouvait être éliminée de l'économie que graduellement et, à la suite de la récession de 1974-75, leurs préférences sont allées vers une reprise économique suffisamment vigoureuse pour réduire sensiblement le chômage. Fait significatif, en fixant leurs objectifs, les autorités ont tenu compte assez largement des taux minimums «structurels» de hausse des prix et ont fait preuve d'un certain optimisme en ce qui concerne les taux de croissance effectifs ou potentiels de la production. Puis, en raison des incertitudes qui planaient sur l'évolution de la situation économique et des perturbations inattendues et souvent brutales qui ont affecté les marchés financiers ou les marchés des changes, les autorités ont toléré un dépassement des objectifs de croissance monétaire dans des proportions souvent importantes. En particulier, elles ont été confrontées à partir de 1978, et à peu près comme en 1974-75, au problème de savoir s'il fallait financer, et dans quelles proportions, l'incidence du choc extérieur sur les prix.

Les phénomènes marquant l'évolution de la situation monétaire dans les principaux pays à partir de 1975 sont évidemment assez fortement interdépendants. Aux Etats-Unis, les autorités ont essayé de limiter la pression à la hausse des taux d'intérêt qui risquait de mettre en péril la reprise ou de provoquer une récession. Elles semblent avoir sous-estimé la vigueur de l'économie et surestimé le caractère restrictif de la politique monétaire. Ce n'est qu'en novembre 1978, après que le dollar eut subi un recul prononcé sur les marchés des changes, qu'elles s'efforcèrent de durcir leur politique. En même temps, divers autres pays devaient faire face à une appréciation excessive de leur

monnaie qui freinait l'activité économique. Dans ces conditions, les autorités sont intervenues massivement sur les marchés des changes, provoquant ainsi une forte expansion de la masse monétaire.

Partout, l'action des autorités monétaires s'est déroulée dans un climat de grande incertitude. Etant donné les modifications sensibles des préférences pour telle ou telle monnaie du fait des fluctuations des taux de change, et compte tenu des fortes variations de la demande d'encaisses de transaction dues à la hausse des taux d'intérêt et aux changements intervenus dans les dispositions réglementaires, il n'est guère facile d'interpréter l'évolution de la masse monétaire.

En dépit des difficultés rencontrées par les divers pays, les taux d'expansion monétaire en dehors des Etats-Unis ont été inférieurs, au cours de la période 1976-78, à ceux qu'on avait relevés pendant les deux ou trois années qui précédèrent immédiatement la première crise pétrolière. Il en a même été ainsi en Allemagne, où les autorités étaient pourtant fortement intervenues sur le marché des changes pour empêcher une appréciation excessive du deutsche mark. Au Japon, les taux de croissance de M_2 en 1976-78 ont été inférieurs de plus de moitié à ceux du début des années soixante-dix, alors qu'en France le rythme d'augmentation de M_2 s'est fortement réduit en 1976 et au début de 1977. Si, au Royaume-Uni, la croissance de M_3 en sterling s'est sensiblement intensifiée en 1977-78, l'évolution ultérieure n'a rien de comparable avec l'explosion monétaire qui avait eu lieu en 1972-73. Malgré ces comparaisons relativement favorables, l'examen des taux d'expansion de la masse monétaire ne permet guère de conclure que les politiques suivies – du moins jusqu'à l'année dernière – ont été particulièrement restrictives.

Taux d'intérêt. Pour replacer l'évolution récente des politiques monétaires dans un contexte plus vaste, il est également utile de comparer les mouvements des taux d'intérêt et les hausses annuelles des prix à la consommation tels qu'ils ressortent du graphique de la page 68. S'il est vrai qu'aucune explication de la formation des anticipations inflationnistes ne recueille l'assentiment général, l'évolution effective des prix à la consommation peut être prise comme un indicateur approximatif de l'évolution de ces anticipations.

Le graphique montre que, dans tous les grands pays, le niveau des taux d'intérêt tant à long terme qu'à court terme a, pendant la majeure partie des années soixante, dépassé sensiblement le rythme de la hausse des prix à la consommation. Au cours de la décennie suivante cependant, l'écart moyen s'est progressivement réduit pour devenir la plupart du temps négatif. Les taux d'inflation se sont accélérés au début des années soixante-dix et, au cours de la période 1973-75, ils ont dépassé les taux d'intérêt représentatifs, tant à court qu'à long terme, dans tous les pays examinés sauf en Allemagne. Au Japon et au Royaume-Uni, cette relation inhabituelle entre les courbes s'est maintenue jusqu'à la fin de 1977 (sauf pendant un bref laps de temps en 1976) et, au Royaume-Uni, elle s'est à nouveau vérifiée en 1979. Aux Etats-Unis, si le taux d'inflation nominal est venu à dépasser, en 1979, les rendements des obligations de sociétés de première catégorie, il a été constamment supérieur à ceux des bons du Trésor pendant une période de sept ans s'étendant de 1973 au printemps de cette année. Les variations de l'indice des prix à la consommation donnent peut-être une idée exagérée de l'importance du taux tendanciel d'inflation, mais elles n'altèrent pas pour autant la

situation fondamentale. A la suite de l'ajustement intervenu au début de 1980, les taux d'intérêt se sont apparemment situés, pendant un certain temps, à des niveaux plus élevés, par rapport aux pourcentages d'accroissement des prix à la consommation, qu'en 1973-75.

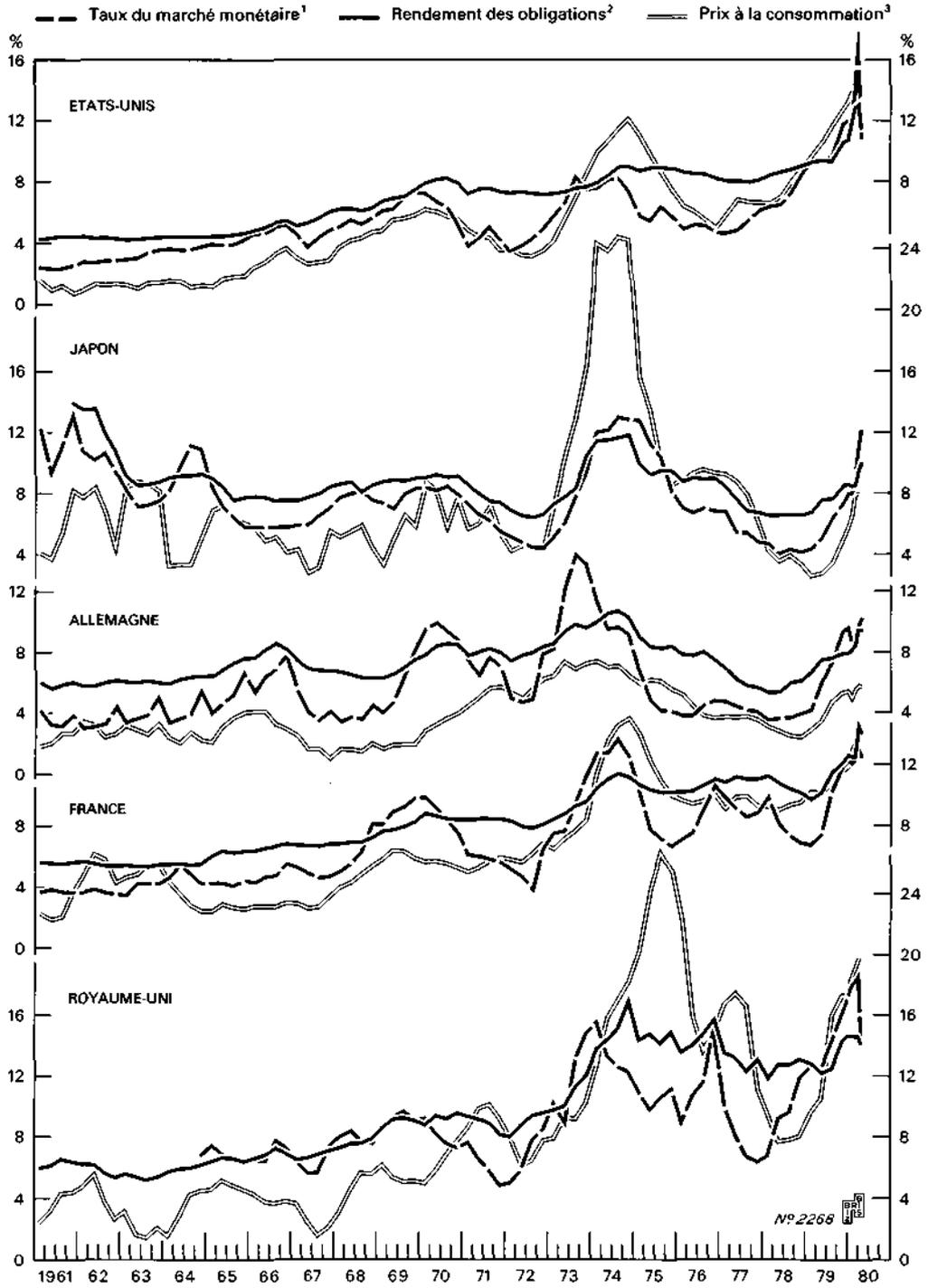
Il n'est guère surprenant que les rendements à long terme, en particulier, soient inférieurs au rythme de hausse nominale des prix au cours de périodes où l'inflation sévit avec une exceptionnelle virulence, mais où l'on s'attend à la voir s'atténuer. Il est possible que, ces dernières années, les agents économiques aient sous-estimé la vitesse de propagation de l'inflation. Mais le fait que des taux à court terme demeurent durablement négatifs ou très peu élevés en termes réels semble indiquer que la politique monétaire est sensiblement plus tolérante que prévu.

En Allemagne, l'évolution comparée des taux d'intérêt et de la hausse des prix à la consommation au cours des années soixante-dix a été assez différente de celle qui a été constatée dans les autres pays. Tout au long de la période, les rendements des obligations se sont maintenus à un niveau nettement supérieur aux taux d'inflation courants, tandis que les taux réels des effets à trois mois du marché monétaire étaient eux aussi constamment positifs, sauf pendant de brefs intervalles en 1972 et en 1975-76. En 1973-74, puis de nouveau en 1979, les taux d'intérêt à court terme ont progressé à un rythme beaucoup plus rapide que le taux de hausse des prix à la consommation, sous l'effet sans doute de l'application de politiques restrictives et de l'évolution des marchés monétaires étrangers.

La relation entre les taux à court terme et à long terme peut elle-même donner une idée de l'orientation de la politique. Aux Etats-Unis, les rendements des obligations ont dépassé les taux des bons du Trésor dans une proportion anormalement forte au cours des années 1970-73 ainsi qu'entre 1976 et 1978. Cette situation peut fort bien refléter les anticipations du marché en matière de hausse des prix, qui se fondaient peut-être sur la conviction que la politique monétaire était trop libérale et que l'inflation allait s'intensifier. Au début de 1979 cependant, cet écart a disparu, puis les taux à court terme sont demeurés supérieurs aux taux à long terme pendant une période fort longue. Une différence inhabituellement accentuée en faveur des taux à long terme a également été constatée durant presque toute la période 1975-79 en Allemagne, en France et au Royaume-Uni. Ce phénomène, ainsi que l'apparition qui s'ensuit d'une courbe inversée des rendements dans ces pays, a été fortement influencé par l'évolution de la situation aux Etats-Unis et sur les marchés des changes.

Dans l'ensemble, les indications fournies par les taux d'intérêt et l'évolution des agrégats monétaires donnent donc à penser que les politiques monétaires des principaux pays n'ont pas été particulièrement restrictives de 1975 à 1978. D'une façon générale, les politiques appliquées au cours de ces années ont alimenté des taux d'inflation courants élevés, stimulé une expansion conjoncturelle classique de la production et contribué, par leurs divergences, à l'instabilité des taux de change. Pendant un certain temps, les pressions inflationnistes se sont sensiblement atténuées dans quelques pays d'Europe et au Japon mais, même dans ces pays, les efforts de stabilisation monétaire se sont affaiblis sous l'effet d'influences perturbatrices d'origine externe. Dans ces conditions, la politique monétaire ne pouvait pas exercer durablement d'incidence modératrice sur les anticipations de hausse des prix. Comme il est expliqué au Chapitre II, le dynamisme de la demande globale et les difficultés d'approvisionnement sur

Taux d'intérêt à court et à long terme et variations des prix à la consommation
Moyennes trimestrielles*



* Observations mensuelles pour 1980.

¹ Pour les Etats-Unis, bons du Trésor à trois mois; pour le Japon, argent à vue; pour l'Allemagne, dépôts interbancaires à trois mois; pour la France, argent au jour le jour; pour le Royaume-Uni, dépôts interbancaires en sterling à trois mois. ² Pour les Etats-Unis, obligations de sociétés de première catégorie (Aaa); pour le Japon, obligations des Télégraphes et Téléphones; pour l'Allemagne et la France, obligations du secteur public; pour le Royaume-Uni, fonds d'Etat à vingt ans. ³ Variations annuelles en %.

certains marchés ont été en partie responsables de la virulence et de la rapidité de la nouvelle flambée des prix de l'an passé. Mais les politiques monétaires poursuivies dans les pays industrialisés ont constitué en partie le cadre dans lequel le processus d'accélération de l'inflation s'est développé.

Politique monétaire et évolution de la situation financière en 1979-80

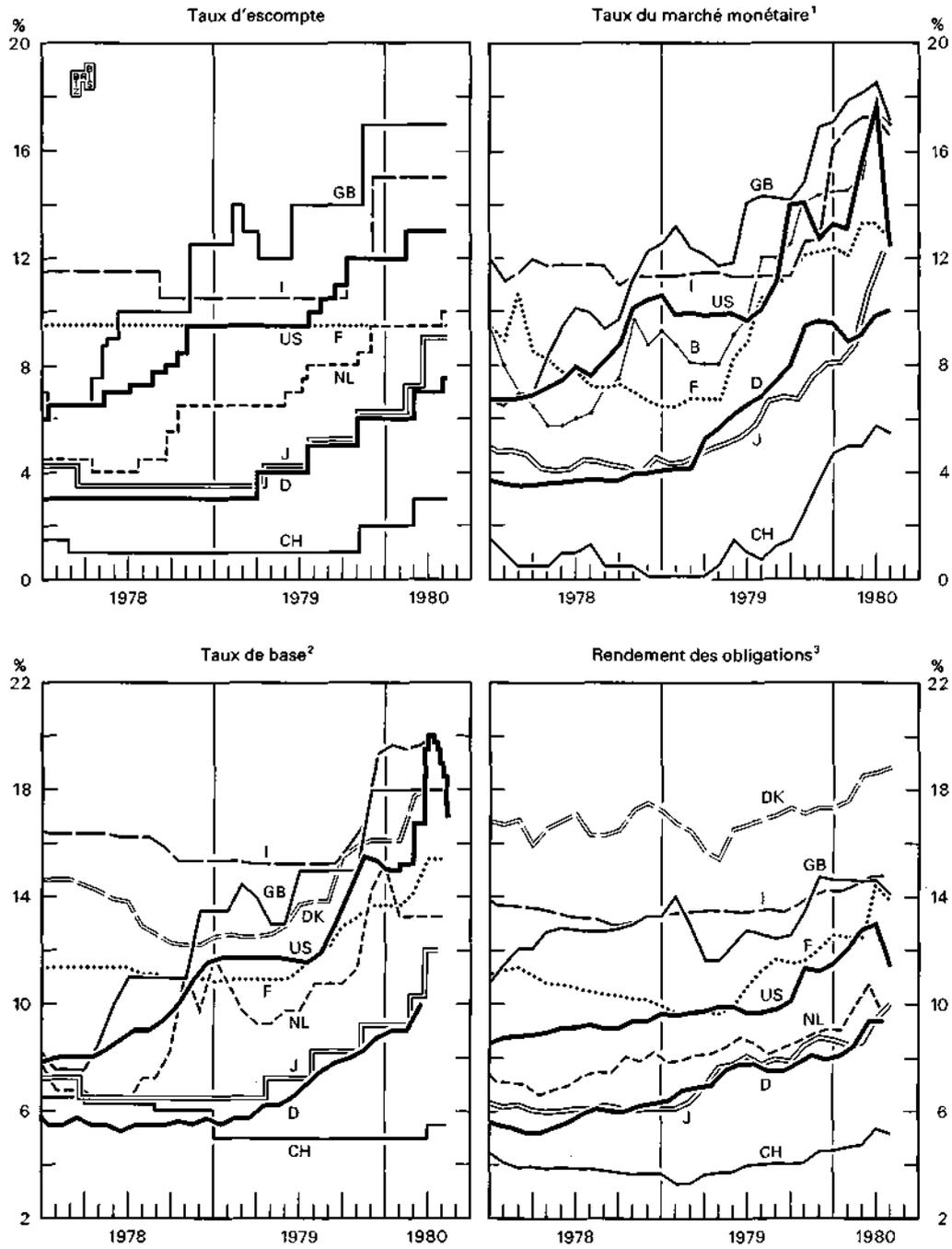
Evolution récente des taux d'intérêt. Au cours de l'année écoulée, les taux d'intérêt ont connu une forte ascension dans presque tous les pays industrialisés, mais leur évolution a été très irrégulière. Comme on pouvait s'y attendre, tant les taux du marché monétaire que les rendements des obligations ont été propulsés à des niveaux plus élevés au cours de phases d'ajustement brutal et accentué qui ont alterné avec des périodes de calme. Bien que les phases de hausse aient été nettement différentes d'un pays à l'autre, l'ampleur des relèvements sur l'ensemble de la période allant du début de 1979 au début de 1980 a été sensiblement la même sur tous les marchés, indépendamment des différences entre les taux d'inflation courants ou prévus dans les divers pays.

La hausse des taux d'intérêt à court terme, amorcée aux Etats-Unis au printemps de 1978 dans le contexte d'une forte reprise de l'activité économique, d'une accélération de l'inflation et des efforts entrepris en vue d'entraver une expansion rapide de la masse monétaire, a été stimulée par les mesures prises en novembre 1978 pour soutenir le dollar. Ce programme comprenait notamment un relèvement d'un point du taux d'escompte, qui jusqu'alors était simplement adapté à l'évolution des taux du marché. Ceux-ci, qui avaient cependant légèrement fléchi au début de 1979, sont ensuite demeurés assez stables jusqu'en été.

En même temps, dans les pays d'Europe occidentale et au Japon, les taux d'intérêt à court terme ont commencé à se tendre fortement au printemps de 1979, et les rendements des obligations ont également suivi le mouvement dans la plupart de ces pays. La reprise économique s'intensifiait et la hausse des prix s'accroissait sous l'effet des pressions sur les coûts d'origine à la fois externe et interne. En Allemagne, les rendements des obligations s'inscrivaient en hausse depuis le milieu de 1978 par suite de l'intensification de la demande de crédit. En outre, les autorités profitèrent de la remontée du dollar à partir de novembre 1978 pour prendre des mesures visant à freiner l'expansion de la monnaie et du crédit. A partir du printemps de 1979, les taux d'intérêt à court et à long terme en Belgique, aux Pays-Bas et en France, pays dont les monnaies sont associées au sein du Système monétaire européen, ont amorcé une progression parallèle à l'évolution en Allemagne, mais à un rythme généralement plus rapide. Au Royaume-Uni, le loyer de l'argent a commencé à se tendre peu après, du fait surtout des mesures de resserrement monétaire annoncées en juin, lors de la présentation du budget. Au Japon, devant l'accélération de l'inflation et la nécessité de défendre le yen, le taux d'escompte fut relevé en avril, puis une nouvelle fois en juillet. En Italie, les taux d'intérêt se tenaient à un niveau déjà élevé, de sorte qu'ils sont demeurés pratiquement stables jusqu'en septembre.

Une nouvelle phase s'est soudainement amorcée en octobre. Aux Etats-Unis, en dépit de la hausse des taux d'intérêt à court terme depuis le mois de juillet et de relèvements successifs du taux d'escompte, le dollar a connu un nouvel accès de faiblesse.

Evolution récente des taux d'intérêt



N° 2275

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

Après une période de pause, l'expansion monétaire s'est fortement accélérée, l'activité économique a fait preuve d'une vigueur inattendue et les pressions inflationnistes se sont nettement intensifiées. Des mesures plus énergiques semblaient s'imposer; c'est pourquoi, le 5 octobre, la Réserve fédérale annonça le relèvement de 11% à 12% du taux d'escompte, dans le cadre d'un programme qui persuada le marché, du moins pour un temps, de la détermination des autorités. A la fin du mois, le taux des fonds fédéraux («federal funds») dépassait de 5 points le niveau du milieu de l'année, et les rendements des obligations avaient progressé de 1½ point. De surcroît, comme dans les autres pays les autorités étaient peu enclines à laisser leur monnaie se déprécier par rapport au dollar, les taux d'intérêt à l'étranger furent entraînés à la hausse dans le sillage des taux américains. Une élévation générale et accentuée des taux du marché se produisit dans presque tous les pays à la suite de mesures qui renchérisaient sensiblement le coût marginal du refinancement auprès de la banque centrale. De plus, entre le début du mois d'octobre 1979 et la mi-janvier 1980, le taux officiel d'escompte fut relevé dans neuf des pays de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse — dans des proportions atteignant jusqu'à 3% au Royaume-Uni et 4½% en Italie. Les taux débiteurs des banques suivirent rapidement le mouvement et les rendements des obligations s'inscrivirent progressivement en hausse.

La période de détente du début de 1980, marquée par un léger recul des taux à court terme dans quelques pays, se révéla de courte durée. Aux Etats-Unis, devant l'accélération de la hausse des prix à la consommation et le nouveau recul des perspectives de ralentissement économique, les cours des obligations s'effondrèrent en février, alors que le taux des fonds fédéraux s'établissait, en moyenne mensuelle, au chiffre record de 14%. La Réserve fédérale réagit vivement à cette situation en portant le taux d'escompte de 12 à 13%, et il s'ensuivit une nouvelle vague de majorations des taux d'escompte qui déferla sur le Japon, la Belgique, l'Allemagne, la Suisse et le Danemark. Pourtant, un autre train de mesures restrictives budgétaires et monétaires fut annoncé par les autorités américaines en mars. Cette fois, elles ne modifièrent pas le taux d'escompte de base, mais appliquèrent une surtaxe de 3 points en cas de recours fréquent aux concours de la Réserve fédérale. Fin mars, le taux des fonds fédéraux atteignait près de 20%. Les rendements des obligations de sociétés s'établissaient à 14% et les taux d'intérêt sur les acceptations bancaires à trois mois à 17½%. Début avril, le taux débiteur de base des banques s'établit au niveau record de 20%, tandis que les prêts hypothécaires étaient offerts à des taux de 16 à 17% pour une durée allant jusqu'à vingt-cinq ans.

Les taux d'intérêt montèrent également à des niveaux impressionnants au printemps de 1980 dans les pays d'Europe occidentale, où le taux d'inflation et les pressions de la demande, qui demeuraient cependant plus faibles qu'aux Etats-Unis, allaient presque partout en s'intensifiant. En Allemagne, les facteurs déterminants semblent avoir été la vigueur de la demande globale et les efforts persistants déployés par les autorités pour éviter la surchauffe en freinant l'expansion de la monnaie et du crédit. Au Royaume-Uni et en France, les autorités s'employèrent également à limiter la croissance monétaire; de plus, l'inflation était fortement stimulée par les pressions d'origine interne s'exerçant sur les coûts, comme en Italie. Dans certains autres pays de dimensions plus réduites, tels que la Belgique, les Pays-Bas et le Danemark, les taux d'intérêt se situaient apparemment à un niveau fort élevé par rapport aux taux d'inflation

courants, ce qui peut s'expliquer en partie par l'importance des déséquilibres budgétaires et par la nécessité de financer des déficits croissants des paiements courants. Dans l'établissement de leur politique des taux d'intérêt, les autorités de presque tous les pays ont accordé une nette priorité à la défense de la monnaie, et cela indépendamment du niveau interne de la demande globale, dans l'espoir d'atténuer les pressions d'origine externe s'exerçant sur les coûts. Etant donné que les marchés monétaires semblent avoir escompté une assez grande stabilité des taux de change, les taux d'intérêt nominaux ont progressé de concert dans les divers pays. Alors que les taux d'intérêt ont à peine dépassé le rythme d'inflation aux Etats-Unis, les rendements et le coût des emprunts sont devenus fort élevés en termes «réels» dans de nombreux autres pays.

Les taux d'intérêt ont amorcé une baisse en mars et au début d'avril aux Etats-Unis, lorsque apparurent les indices d'une récession imminente et que s'instaura un climat de plus grande prudence sur les marchés du crédit. Le recul, tout comme la hausse qui l'avait précédé, a été singulièrement brutal, en particulier à court terme. Au début de mai, le rendement des acceptations de banque à trois mois était revenu à 9½%, le taux débiteur de base à 17½% et le rendement des obligations de sociétés se tenait à 12%. Le 7 mai, la majoration de 3 points du taux d'escompte appliquée depuis mars en cas de recours fréquent au refinancement auprès de la Réserve fédérale fut supprimée. Avec la détente du dollar sur le marché des changes, les taux du marché monétaire et les rendements des obligations s'inscrivirent en léger recul sur la plupart des marchés européens. Le 2 mai, toutefois, la Bundesbank releva le taux d'escompte et le taux des avances sur titres, pour les porter respectivement de 7 à 7½% et de 8½ à 9½%, tant en raison de l'accélération de la croissance monétaire que du déficit des transactions courantes de l'Allemagne avec l'étranger. Le même jour, la Nederlandsche Bank majorait d'un demi-point ses taux officiels de refinancement.

Politique monétaire et expansion monétaire. Le resserrement des conditions monétaires au cours de l'année dernière a été dû en grande partie à la volonté accrue des principaux pays d'appliquer des politiques axées essentiellement sur la limitation de l'expansion monétaire. C'est par le biais des taux d'intérêt que ce resserrement s'est transmis à la quasi-totalité des pays.

Le tableau ci-après et le graphique de la page 74 indiquent les objectifs monétaires et les taux d'expansion effectifs des agrégats en cause.

Presque tous les pays concernés ont légèrement abaissé, chaque année, les normes ou les limites, dans l'espoir que leur publication contribuerait à atténuer les anticipations inflationnistes. Pendant la période retenue comme base pour l'an passé, il est vrai que l'expansion monétaire a, dans plusieurs cas, dépassé la norme; cela implique que, même en ne corrigeant pas les excès antérieurs, la politique monétaire devrait devenir progressivement restrictive en cours d'année. Fait plus important, aucun pays n'a relevé les limites de ses objectifs pour tenir compte de taux d'inflation qui se sont révélés beaucoup plus élevés que prévu. D'ailleurs, certains n'ont pas pu atteindre complètement leurs objectifs, mais ils se sont montrés, au cours de l'année, plus résolus dans leurs efforts de freinage de l'expansion monétaire.

Aux *Etats-Unis*, les agrégats monétaires n'ont connu qu'une expansion modérée pendant les premiers mois de 1979, mais ont commencé à progresser très rapidement au cours de l'été. Ce phénomène, ajouté aux événements qui se sont produits parallèlement

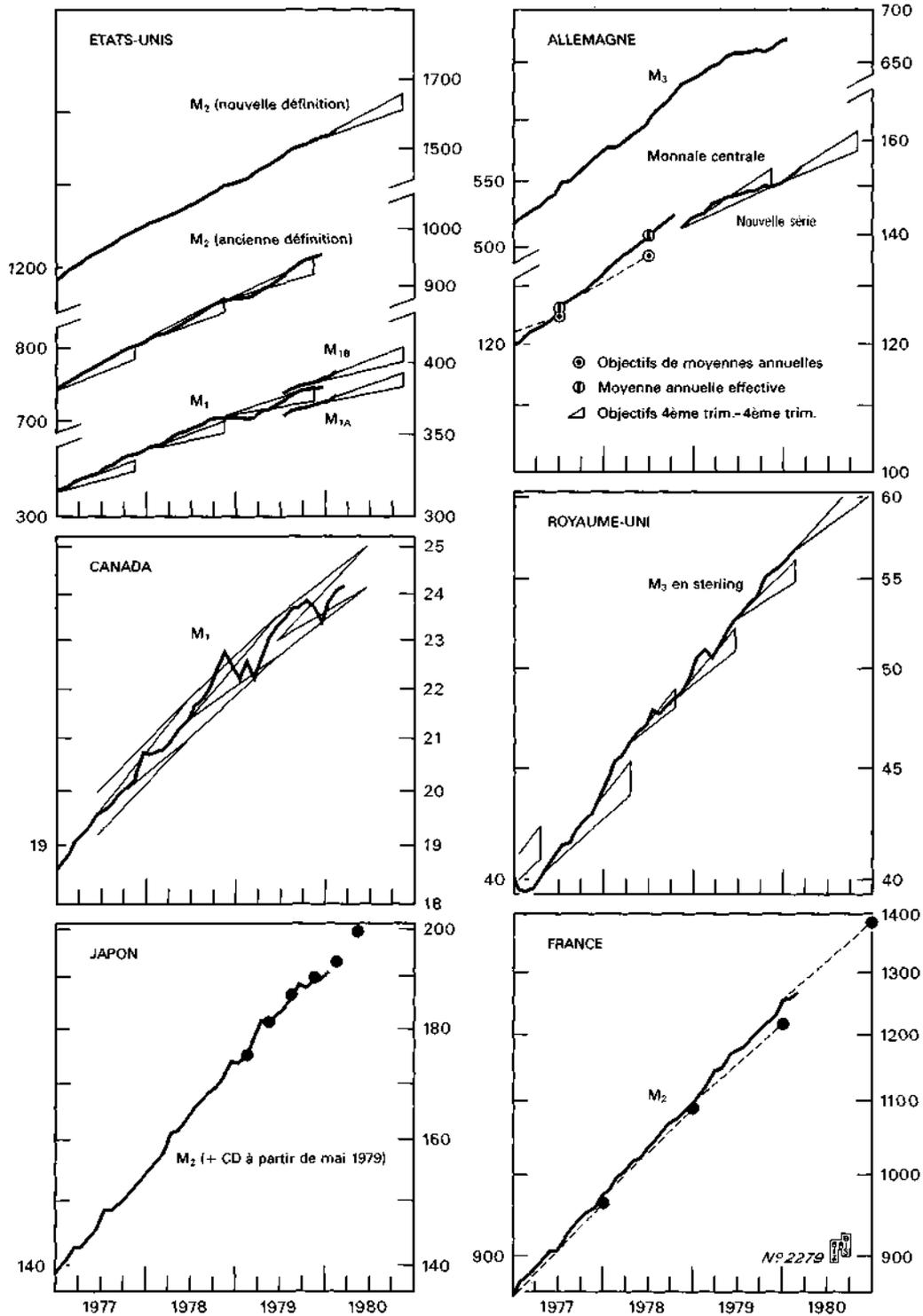
**Agrégats monétaires et de crédit:
objectifs et taux d'expansion**

Pays	Agrégats monétaires ou de crédit	Période	Objectif	Résultat effectif
			accroissement en % ¹	
Etats-Unis . . .	M ₁ ancienne définition	4ème trimestre 1978 — 4ème trimestre 1979	3,0— 6,0 ²	5,5
	M _{1A} nouvelle définition	4ème trimestre 1979 — 4ème trimestre 1980	3,5— 6,0	.
	M _{1B} nouvelle définition	4ème trimestre 1979 — 4ème trimestre 1980	4,0— 6,5	.
	M ₂ ancienne définition	4ème trimestre 1978 — 4ème trimestre 1979	5,0— 8,0	8,3
	M ₂ nouvelle définition	4ème trimestre 1979 — 4ème trimestre 1980	6,0— 9,0	.
	M ₃ ancienne définition	4ème trimestre 1978 — 4ème trimestre 1979	6,0— 9,0	8,1
	M ₃ nouvelle définition	4ème trimestre 1979 — 4ème trimestre 1980	6,5— 9,5	.
	Total du crédit bancaire	4ème trimestre 1978 — 4ème trimestre 1979 4ème trimestre 1979 — 4ème trimestre 1980	7,5—10,5 ³ 6,0— 9,0 ³	11,0 .
Japon	M ₂ + certificats de dépôt	1er trimestre 1978 — 3ème trimestre 1979	12,0 ⁴	11,7 ⁵
		4ème trimestre 1978 — 4ème trimestre 1979	11,0	11,2
		1er trimestre 1979 — 1er trimestre 1980	10,0	10,7
		2ème trimestre 1979 — 2ème trimestre 1980	10,0	.
Allemagne fédérale . . .	Monnaie centrale	4ème trimestre 1978 — 4ème trimestre 1979	6,0— 9,0	6,3
		4ème trimestre 1979 — 4ème trimestre 1980	5,0— 8,0	.
France	M ₂	Décembre 1978 — Décembre 1979	11,0	14,6
		Décembre 1979 — Décembre 1980	11,0	.
Royaume-Uni .	M ₃ en sterling	Octobre 1978 — Octobre 1979	8,0—12,0	13,4
		Juin 1979 — Octobre 1980	7,0—11,0	.
		Février 1980 — Avril 1981	7,0—11,0	.
		Avril 1981 — Avril 1982	6,0—10,0 ⁶	.
		Avril 1982 — Avril 1983	5,0— 9,0 ⁶	.
		Avril 1983 — Avril 1984	4,0— 8,0 ⁶	.
Italie	Total des crédits à l'économie	Décembre 1978 — Décembre 1979	18,5 ⁷	19,0
		Décembre 1979 — Décembre 1980	17,0 ⁷	.
Pays-Bas	M ₂ / revenu national net	Fin 1980	légère réduction	36,6 ⁸
Canada	M ₁	Juin 1978 — 2ème trimestre 1979	6,0—10,0	7,7
		2ème trimestre 1979 —	5,0— 9,0	.
Suisse	Base monétaire	Novembre 1979 — Novembre 1980	4,0	.

¹ En rythme annuel quand la période considérée n'est pas de douze mois. ² Objectif modifié en octobre 1979, quand il est apparu évident que l'utilisation des «services de transfert automatiques» (ATS accounts) et des «ordres de retrait négociables» (NOW accounts) se développait plus rapidement que prévu; la fourchette-objectif était fixée primitivement à 1,5-4,5%. ³ Valeur estimée en fonction des objectifs des agrégats monétaires. ⁴ Variation estimée pour chaque période de quatre trimestres. ⁵ 3ème trimestre 1978-3ème trimestre 1979. ⁶ Plan à moyen terme; chiffres susceptibles d'être révisés. ⁷ Limite supérieure exprimée en valeur absolue: LIT 53.000 milliards en 1979, LIT 59.000 milliards en 1980. ⁸ Fin 1979.

sur le marché des changes, contribue à expliquer l'application progressive de dispositions plus restrictives et les mesures de resserrement qui se sont succédé depuis octobre. L'expansion monétaire s'est modérée au dernier trimestre de 1979 et, pour l'ensemble de l'année, M₁ s'est maintenue juste à l'intérieur de la fourchette-objectif.

Agrégats monétaires*
Objectifs et taux d'expansion



* En milliards d'unités monétaires (pour le Japon, en milliers de milliards).

Au début de 1980, toutefois, les agrégats au sens restreint ont dépassé les nouvelles fourchettes-objectifs, plus restrictives, fixées par les autorités. Dans un climat d'anticipations inflationnistes grandissantes et de spéculation accrue, les autorités américaines avaient pris diverses mesures en octobre: relèvement du taux d'escompte, application d'un coefficient de réserves minimums à l'accroissement des «ressources gérées» (managed liabilities) des banques et modification de la technique opérationnelle de la politique monétaire en faveur d'une régulation de la base monétaire; ce programme a d'abord été renforcé par un nouveau relèvement du taux d'escompte en février 1980 puis, en mars, par une orientation plus nettement et plus largement restrictive, à savoir: encadrement des prêts aux entreprises et assujettissement de l'augmentation de certaines catégories de prêts à la consommation à la constitution de dépôts spéciaux; relèvement du coefficient de réserve sur les ressources gérées des banques et institution de dépôts obligatoires analogues pour les banques non membres du Système de Réserve fédérale; instauration d'un dépôt obligatoire sur l'accroissement des fonds communs de placement du marché monétaire. Si les restrictions de crédit visent à être compatibles avec les objectifs fixés aux agrégats et à appuyer la politique de resserrement monétaire par une action sur les liquidités bancaires, ce programme comporte à l'évidence un effort plus général de modération des flux financiers.

En *Allemagne*, la progression de la monnaie centrale s'est notablement ralentie au cours de l'année dernière. Entre les quatrièmes trimestres de 1978 et de 1979, son expansion s'est située dans la moitié inférieure de la fourchette-objectif officielle, ce qui concordait avec les objectifs annoncés par les autorités. La Bundesbank a encouragé une forte réduction des réserves libres des banques au début de 1979 et, quand celles-ci ont accru leurs recours aux avances sur titres, elle a réduit les facilités offertes dans ce domaine — par l'imposition temporaire de limites quantitatives. Par la suite, elle a utilisé les techniques du réglage fin de l'activité économique pour maintenir un contrôle serré sur les positions de réserve des banques.

L'effort de modération de l'expansion monétaire a été aussi intensifié, l'année dernière, dans un certain nombre de pays qui, traditionnellement, font largement appel, à cet effet, au contrôle direct ou quantitatif, et n'attribuent qu'un rôle secondaire à la gestion des liquidités bancaires et à la politique des taux d'intérêt. Au *Japon*, où, dès le premier trimestre de 1979, on a commencé à renforcer les restrictions du crédit bancaire (dans le cadre de la politique de «window guidance»), l'accroissement de M_2 au cours de l'année a été nettement plus faible qu'en 1978. En *France*, l'expansion monétaire a été plus rapide en 1979 qu'en 1978, mais les normes de restrictions quantitatives du crédit bancaire ont été resserrées pour 1980. Les plafonds de crédit ont été également abaissés pour 1980 aux *Pays-Bas* (qui retient comme objectif le rapport entre la masse monétaire et le revenu national net) et en *Italie*, qui n'assigne pas de norme à la masse monétaire, mais publie des objectifs pour l'expansion globale du crédit interne.

Au *Royaume-Uni*, les taux d'expansion monétaire ont continué d'évoluer assez irrégulièrement l'an dernier, frôlant ou dépassant fréquemment la limite supérieure de la fourchette-objectif fixée par les autorités. Le «corset» imposé à l'expansion des engagements rémunérés des banques a permis pendant un certain temps de réduire l'expansion monétaire recensée, mais ces dispositions ont pu être tournées par le recours aux crédits par acceptation. L'efficacité de cet instrument a encore été battue

en brèche par la levée du contrôle des changes (qui a permis aux résidents britanniques de détenir des dépôts à l'étranger) et il doit être supprimé en juin 1980. Comme les capitaux détournés vers le marché des effets de commerce réapparaîtront probablement dans la masse monétaire, l'objectif actuel peut fort bien se révéler plus restrictif qu'il ne paraît de prime abord. Les autorités ont montré qu'elles étaient disposées à accepter au besoin d'importantes variations des taux d'intérêt pour maîtriser l'évolution monétaire. De plus, le gouvernement a annoncé, en mars, le lancement d'un programme à moyen terme de lutte contre l'inflation axé sur un ralentissement progressif de l'expansion monétaire et s'est déclaré prêt à réduire les dépenses budgétaires et les besoins d'emprunt pour faciliter la réalisation de ses objectifs monétaires.

L'an dernier, l'évolution des divers agrégats monétaires a été influencée de façon inhabituelle par des transferts opérés entre différentes catégories d'avoirs, par suite de l'évolution des écarts de taux d'intérêt. Fait significatif, les entreprises et les particuliers ont essayé de limiter le plus possible leurs encaisses de transaction non rémunérées ou de faible rapport et ont transféré des fonds des comptes d'épargne vers les placements en valeurs mobilières, les instruments du marché monétaire et les dépôts à terme, dont les taux d'intérêt sont ajustés de manière plus souple. Ces mouvements ont contribué à ralentir la croissance des agrégats au sens large, pour lesquels des objectifs ont été fixés en Allemagne, aux Etats-Unis et au Japon; mais leur incidence sur les agrégats au sens étroit a été encore plus marquée. L'an dernier, l'expansion de M_1 s'est fortement ralentie presque partout et a été beaucoup moins accentuée que celle de M_2 ou de M_3 dans pratiquement tous les pays.

Aux *Etats-Unis*, où l'on a attaché une importance considérable à l'objectif M_1 , les modifications des réglementations administratives et les innovations financières ont également joué un rôle capital. Vers la fin de 1978, les banques commerciales avaient été autorisées à offrir à leur clientèle des «services de transfert automatique de dépôts» (comptes ATS) de leurs comptes d'épargne à leurs comptes à vue; de plus, les banques de l'Etat de New York pouvaient ouvrir des comptes d'épargne utilisables pour des règlements (comptes «NOW» = negotiable order of withdrawal), qui permettaient de tirer des chèques sur des dépôts rémunérés. Après une période de rapide expansion, le développement de ces facilités s'est ralenti en avril 1979 à la suite d'une décision de justice stipulant que les comptes ATS étaient illégaux et ne pouvaient être conservés que si le Congrès votait des dispositions en ce sens. C'est pourquoi la fourchette-objectif de M_1 a été sensiblement relevée en octobre. La structure des dépôts a été également fortement influencée par le succès des certificats du marché monétaire à six mois que les banques et les organismes d'épargne étaient autorisés à émettre depuis le milieu de 1978. Ces certificats, dont le montant minimum était fixé à \$10.000, étaient assortis d'un intérêt lié au rendement des bons du Trésor à six mois. En juillet 1979, une limite supérieure variable a été fixée aux taux d'intérêt des certificats d'épargne à échéance de 4 ans et plus et, en janvier 1980, cette limite a été abaissée aux certificats à échéance de deux ans et demi. L'an dernier, l'expansion rapide d'une nouvelle facilité due à l'initiative privée a eu une plus grande portée: il s'agit de fonds de placement sur le marché monétaire offrant certaines possibilités de transaction. Afin de tenir compte de ces développements et à l'effet d'opérer un classement des dépôts d'après des critères fonctionnels plutôt qu'institutionnels, une nouvelle série d'agrégats monétaires a été définie et prise comme base des objectifs de 1980.

Au Canada, également, une innovation sur le plan financier a permis de modérer l'expansion de M_1 , que les autorités ont choisie comme objectif. Grâce aux nouvelles facilités offertes par les banques aux détenteurs de comptes d'épargne, les particuliers ont pu réduire leurs avoirs à vue.

La Suisse, qui fut l'un des premiers pays à publier un objectif monétaire, a abandonné cette méthode en 1979 et accordé la priorité au maintien d'une plus grande stabilité du taux de change. Devant l'évolution de la situation, les autorités ont cependant décidé d'annoncer un objectif pour l'expansion de la base monétaire en 1980.

Crédit bancaire et examen de la situation monétaire. Dans un contexte d'inflation et de croissance économique, le crédit bancaire a progressé très rapidement l'an dernier dans les principaux pays industriels, à une cadence souvent beaucoup plus forte que la masse monétaire au sens large. L'élément moteur de cette expansion a été le crédit au secteur privé. La progression des prêts bancaires à l'Etat ou au secteur public s'est ralentie dans la plupart des pays, même si un petit nombre d'entre eux a enregistré une forte augmentation. Les restrictions quantitatives appliquées à l'octroi de prêts ont été renforcées; aux Etats-Unis, des directives ont été fixées pour la première fois en matière de crédit. Une part importante de l'accroissement des prêts bancaires a été financée à l'aide de moyens non monétaires: on note une forte expansion des ressources à long terme des banques ou de leurs ressources gérées, telles que les certificats

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

Pays	Masse monétaire au sens large ²			Crédit aux entreprises et aux particuliers ³			Crédit aux administrations publiques ⁴			Avoirs extérieurs nets ⁵		
	1977	1978	1979	1977	1978	1979	1977	1978	1979	1977	1978	1979
	de décembre à décembre, en %			contributions à la variation de la masse monétaire ⁶								
Etats-Unis	9,3	8,2	8,7	12,0	15,9	13,2	-0,1	-0,7	0,0	-3,9	-1,8	0,3
Japon	11,1	13,1	9,1	9,0	10,1	7,7	3,6	6,1	2,3	1,7	0,3	-2,3
Allemagne fédérale	11,2	11,0	6,0	12,9	15,1	17,0	4,3	6,1	4,2	1,9	1,2	-3,3
France	13,9	12,2	14,3	13,3	10,0	14,2	0,1	0,3	1,1	0,6	0,9	0,7
Royaume-Uni	9,3	13,3	11,7	7,9	10,7	17,1	-6,1	5,3	3,6	9,4	1,4	-6,1
Italie	21,8	22,8	20,4	7,4	5,4	8,0	11,3	14,2	7,1	1,7	4,1	1,6
Belgique	9,9	9,8	6,0	12,0	10,5	12,1	7,0	6,8	8,4	-0,4	-3,4	-9,0
Pays-Bas	1,7	3,7	7,3	24,4	30,4	25,7	1,8	2,3	5,7	-1,2	-4,8	-3,9
Danemark	9,8	6,7	9,9	9,0	5,9	3,2	4,5	3,2	11,1	-2,9	-0,9	-3,1
Suède	9,0	17,2	16,5	12,8	11,9	13,5	4,4	10,7	11,0	1,8	-2,8	-4,3
Canada	11,5	12,5	17,9	16,8	20,2	24,4	1,2	1,2	-0,1	-0,6	-0,7	-1,7

¹ Chiffres établis à partir de sources nationales. ² M₁ pour l'Allemagne, M₂ en sterling pour le Royaume-Uni, M₁ pour les autres pays. ³ Pour les Etats-Unis et le Canada, prêts des banques commerciales seulement. ⁴ Pour les Etats-Unis, avoirs des banques commerciales en titres du Trésor seulement; pour la France et le Danemark, administrations centrales seulement; pour le Royaume-Uni, prêts des banques au secteur public et emprunts du secteur public à l'étranger; pour le Canada, prêts des banques commerciales seulement. ⁵ Pour la France, uniquement la Banque de France; pour le Royaume-Uni, comprend les emprunts du secteur public à l'étranger (-); pour les Etats-Unis, comprend les avoirs officiels, les engagements à l'égard des institutions officielles étrangères (-) et les autres créances déclarées par les banques à l'égard de non-résidents (chiffres nets). ⁶ La somme des contributions (en %) des contreparties correspond à la variation (en %) de la masse monétaire, exception faite des écarts dus à des postes de bilan non repris ici - le principal étant les engagements non monétaires des banques à l'égard de l'économie interne.

de dépôt. Un fléchissement des avoirs extérieurs nets du système bancaire, qui traduit dans nombre de cas un renversement marqué des positions extérieures, a contribué à limiter l'incidence de l'octroi du crédit sur l'expansion monétaire dans la plupart des pays d'Europe et au Japon.

Sous la forte pression de la demande, le montant global des prêts et des investissements des banques américaines s'est accru de 11% en 1979 (d'un quatrième trimestre à l'autre) alors qu'à l'origine le Système de Réserve fédérale considérait qu'une progression de 7½ à 10½% serait compatible avec la réalisation de ses objectifs monétaires pour l'année. Les prêts aux entreprises commerciales et industrielles se sont accrus de 17,8% au cours de l'année. Après une rapide progression de janvier à septembre, l'octroi de crédits bancaires a semblé se ralentir au dernier trimestre de 1979 mais, au début de 1980, il a fait un nouveau bond en avant après l'effondrement du marché des obligations et en prévision de l'adoption de mesures de contrôle du crédit.

Pour ce qui est des autres pays, l'Allemagne a connu une augmentation de plus de 12% des prêts bancaires au secteur privé, soit un pourcentage d'accroissement considérable par rapport au rythme de l'inflation. Les prêts à la construction de logements ont poursuivi leur vive expansion, et les crédits à court terme aux entreprises se sont fortement accélérés, du fait de la reconstitution des stocks et aussi, probablement, de la perspective d'une baisse des taux d'intérêt. Au Japon, les entreprises ont accru leur demande de concours aux banques, mais la progression effective des prêts bancaires a été modérée, en raison principalement du resserrement graduel de l'encadrement du crédit. Une forte croissance du crédit bancaire au secteur privé a, d'autre part, été enregistrée en France, en Italie, aux Pays-Bas et en Belgique; toutefois, ce mouvement n'apparaît pas toujours clairement dans le tableau de la page précédente, qui fait ressortir l'incidence des diverses composantes de l'expansion monétaire. Le développement des emprunts hypothécaires a été particulièrement rapide en France. Si le crédit a été soumis à un contrôle quantitatif en France, en Italie et aux Pays-Bas, les banques de ces pays ont pu tirer cependant profit des marges non utilisées précédemment, ainsi que des exonérations dont bénéficient diverses catégories de crédit. Au Royaume-Uni, les prêts en sterling au secteur privé se sont accrus de 22,7% et, en outre, «l'échappatoire du papier commercial» (les effets de commerce garantis par les banques se substituant aux crédits directs) a continué d'être largement utilisée. Les entreprises britanniques ont vu leur liquidité et leur marge brute d'autofinancement se comprimer de plus en plus. Par ailleurs, l'assouplissement et la suppression ultérieure du contrôle des changes leur ont permis de rembourser des emprunts contractés en devises et d'investir plus aisément à l'étranger.

Le recours à l'encadrement du crédit a toujours suscité des controverses. Nombre d'autorités nationales ont toutefois continué d'appliquer ce dispositif de façon régulière ou dans des cas particuliers, même en étant parfaitement conscientes de la distorsion que ces mesures risquent d'entraîner dans les flux de crédits et des possibilités de s'y soustraire. Depuis quelques années, au Japon, en France, en Italie, aux Pays-Bas et au Danemark, les banques doivent observer — collectivement ou individuellement — des normes ou des directives en matière de crédit; les systèmes en vigueur présentent toutefois de notables différences quant à leur forme, leur domaine et leur mode d'application. Au Royaume-Uni, le «corset» imposé aux engagements rémunérés des banques, qui a été également utilisé directement pour limiter l'octroi du crédit, doit

être supprimé en juin de cette année. D'autres pays, parmi lesquels on comptait jusqu'à ces derniers temps les Etats-Unis, ont préféré constamment recourir à l'instrument des taux d'intérêt pour rationner le crédit et opérer au besoin le resserrement monétaire.

Pour que les mécanismes du marché exercent une action restrictive efficace sur le crédit, les taux d'intérêt doivent pouvoir atteindre des niveaux suffisamment élevés. Aux Etats-Unis, une forte opposition de caractère politique s'est manifestée à l'égard d'un renchérissement accentué du loyer de l'argent, en raison notamment de ses répercussions sur le crédit hypothécaire, tandis que les méthodes d'intervention de la Réserve fédérale, qui étaient axées, avant octobre 1979, sur les taux d'intérêt à court terme, avaient tendance à empêcher les taux de s'élever suffisamment et rapidement. En outre, en prenant les agrégats monétaires comme objectifs, les autorités n'ont apparemment pas assez tenu compte des innovations rapides en ce qui concerne la mise au point d'instruments financiers susceptibles de se substituer aux encaisses de transaction. Lors de la brusque montée des taux d'intérêt du début de 1980, la mentalité inflationniste était déjà fortement incrustée et la spéculation sévissait. En présence de taux d'inflation très élevés, l'évaluation des charges d'intérêt et des rendements financiers réels s'est trouvée faussée par le régime fiscal conçu pour une situation plus stable. Dans ces conditions, l'annonce de mesures de contrôle du crédit a été généralement considérée comme une confirmation de l'intention des autorités de poursuivre une vigoureuse politique restrictive en recourant à tous les moyens possibles. Les restrictions des prêts aux entreprises ne sont pas de nature coercitive (bien qu'il y ait obligation de notification), le rationnement du crédit à la consommation revêt un caractère sélectif et le système ainsi mis au point doit avoir une durée limitée. On espère fortement, toutefois, qu'il contribuera à rétablir la confiance et permettra de gagner du temps en attendant l'entrée en jeu de mécanismes plus orthodoxes des taux d'intérêt.

Les prêts bancaires au secteur public ont été, l'an dernier, une source fort importante de création monétaire en Belgique, en Italie, aux Pays-Bas, au Danemark et en Suède mais, dans les autres pays, cette composante a généralement été plus facile à maîtriser qu'auparavant. Certes, il est possible que la persistance de déficits relativement importants dans le budget de l'Etat ou le secteur public ait contribué à faire monter les taux d'intérêt, phénomène qui, dans certains pays, pourrait aider à comprendre pourquoi il est nécessaire de rationner le crédit au secteur privé par l'imposition de restrictions quantitatives. En outre, l'achat de titres d'Etat par le secteur privé non bancaire constitue toujours, dans d'autres, un élément très instable du processus de création de monnaie et l'un des principaux problèmes posés aux autorités dans leurs efforts de stabilisation du rythme de l'expansion monétaire.

Dans l'examen de la relation existant entre l'octroi de crédit et la masse monétaire, il faut se rappeler qu'il y a eu en 1979 aux Etats-Unis une augmentation — non incluse dans M_2 — de \$50 milliards des ressources gérées des banques, qui comprennent les fonds recueillis au moyen de certificats de dépôt, les emprunts en euro-dollars, les mises en pension et les opérations sur le marché des fonds fédéraux. Ce chiffre équivaut à près de la moitié de l'accroissement du crédit bancaire. L'augmentation des engagements non monétaires à long terme des banques a constitué une contrepartie

inhabituellement élevée des crédits octroyés l'an dernier en Allemagne et au Japon — où les écarts de taux d'intérêt ont joué un rôle capital — et aux Pays-Bas, où les prêts bancaires financés par des ressources à long terme sont hors plafond.

Les événements extérieurs contribuent également à expliquer pourquoi l'expansion rapide du crédit à l'économie, hors des Etats-Unis, ne s'est pas entièrement reflétée dans le rythme d'expansion de la masse monétaire. En raison notamment de la fluctuation du cours de change du dollar, le montant total des réserves officielles nettes de change a fléchi dans nombre de pays — à l'exception notamment de l'Italie, du Royaume-Uni et de la France. Beaucoup plus importante, à cet égard, a été la détérioration de la position extérieure nette des banques. En Allemagne, il convient de relever particulièrement l'accroissement des engagements extérieurs à moyen terme des banques, qui traduit en partie l'utilisation accrue du deutsche mark comme monnaie de réserve. Au Royaume-Uni, on constate une progression sensible des avoirs officiels en livres ainsi que des engagements en sterling des banques et du marché monétaire à l'égard des détenteurs étrangers autres que des autorités monétaires. En Belgique, le réacheminement, par le canal des banques, de fonds placés à l'étranger par des résidents qui cherchaient à tourner les restrictions imposées aux taux d'intérêt sur le plan national et à échapper aux impôts retenus à la source a joué un certain rôle. Au début de 1979, les banques sises en Italie ont dû financer une forte progression des prêts en devises accordés hors plafond à des résidents. Aux Pays-Bas, les règles limitant l'endettement extérieur net des banques ont été assouplies. Presque tous ces pays ont cependant en commun la conjonction d'un déficit extérieur élevé du secteur non bancaire et d'une politique de taux d'intérêt visant à limiter l'incidence de ce déficit sur le taux de change et sur les réserves officielles en devises.

Flux de crédit et situations financières. Les variations des flux globaux de crédit et des soldes financiers sont étroitement liées à l'évolution de la situation financière des divers secteurs et contribuent dans une certaine mesure à l'expliquer. Le rapport entre les flux globaux de crédit et le produit national brut est resté très élevé aux Etats-Unis et a vivement progressé au Royaume-Uni, tandis qu'au Japon, en Allemagne et en France, il est demeuré assez modéré selon les normes admises jusqu'à présent.

Les emprunts des *entreprises non financières* ont constitué, l'an dernier, un élément très dynamique sur les marchés du crédit aux Etats-Unis, en Allemagne et au Royaume-Uni, mais ne se sont accrus qu'à un rythme modeste en France et au Japon. La hausse du rendement des valeurs à revenu fixe et le manque d'attrait des cours des valeurs à revenu variable n'ont guère incité les entreprises à recourir massivement au marché financier, de sorte que leurs nouveaux emprunts ont pris essentiellement la forme de concours bancaires. Les entreprises américaines se sont également procuré d'importantes ressources en empruntant à court terme auprès de sociétés de financement du crédit à la consommation et en émettant du « papier commercial ». Les emprunts hypothécaires contractés par les sociétés se sont développés à un rythme assez soutenu, mais le volume des émissions d'obligations des secteurs publics et privés a fléchi.

Aux Etats-Unis, étant donné l'intense activité d'investissement des entreprises et la baisse de la rentabilité, ce sont les emprunts de ces dernières qui ont donné le ton

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

Pays	Année	Emprunteurs							Total
		Secteur des entreprises ²				Secteur des ménages ²		Secteur public ²	
		Actions	Obligations	Prêts ³	Total	Crédit au logement ⁴	Divers		
en % du produit national brut									
Etats-Unis	1972	0,9	1,1	4,7	6,7	3,5	2,0	2,5	14,7
	1973	0,6	0,8	5,9	7,3	3,6	2,5	1,7	15,1
	1974	0,3	1,5	5,1	6,9	2,5	1,1	1,9	12,4
	1975	0,6	1,9	0,6	3,1	2,5	0,8	6,5	12,9
	1976	0,6	1,5	2,4	4,5	3,6	1,7	5,0	14,8
	1977	0,1	1,3	4,2	5,6	4,9	2,5	4,1	17,1
	1978	0,1	1,1	4,8	6,0	4,9	2,8	3,6	17,3
	1979	0,1	1,1	5,4	6,6	4,6	2,2	2,3	15,7
Japon	1972	1,3	0,4	17,5	19,2	5,8		5,8	30,8
	1973	1,1	0,7	13,4	15,2	7,7		5,7	26,6
	1974	0,6	0,5	9,6	10,7	4,6		5,9	21,2
	1975	0,8	0,9	9,9	11,6	4,7		7,6	23,9
	1976	0,5	0,4	8,9	9,8	5,1		9,2	24,1
	1977	0,6	0,3	6,4	7,3	4,4		8,4	20,1
	1978	0,5	0,4	4,9	5,8	4,8		9,9	20,5
	1979	0,6	0,4	4,7	5,7	5,1		9,3	20,1
Allemagne fédérale	1972	0,3	0,4	6,1	6,8	4,0	1,2	1,8	13,8
	1973	0,3	0,1	3,1	3,5	4,4	0,5	1,8	10,2
	1974	0,2	0,2	3,2	3,6	2,4	0,1	2,3	8,4
	1975	0,4	-0,1	1,4	1,7	2,2	0,7	5,9	10,5
	1976	0,4	0,1	3,1	3,6	2,4	1,2	3,8	11,0
	1977	0,2	0,1	2,7	3,0	3,0	1,2	3,1	10,3
	1978	0,3	-0,1	2,9	3,1	3,6	1,4	3,4	11,7
	1979	0,3	-0,2	4,1	4,2	4,3	1,4	3,0	12,9
France	1972	0,7	0,7	5,7	7,1	5,6		1,5	14,2
	1973	0,8	0,5	4,9	6,2	4,4		1,2	11,8
	1974	0,8	0,3	6,9	8,0	3,3		1,2	12,5
	1975	0,6	1,0	6,3	7,9	4,1		4,2	16,2
	1976	0,9	0,7	5,8	7,4	4,8		2,3	14,5
	1977	0,6	0,7	5,9	7,2	3,8		3,1	14,1
	1978	0,7	0,5	4,5	5,7	3,7		3,7	13,1
	1979	0,6	0,6	3,8	4,9	4,3		1,6	10,8
Royaume-Uni	1972	0,5	0,5	4,8	5,8	4,4	3,4	3,3	16,9
	1973	0,1	0,1	7,0	7,2	3,8	1,8	5,7	18,5
	1974	0,1	-0,1	5,5	5,5	2,7	0,0	7,6	15,8
	1975	1,0	0,2	0,9	2,1	3,5	-0,4	10,0	15,2
	1976	0,7	0,0	2,3	3,0	3,1	0,6	7,3	14,0
	1977	0,5	-0,1	2,2	2,6	3,0	1,1	4,2	10,9
	1978	0,6	-0,1	2,0	2,5	3,2	1,3	5,1	12,1
	1979	0,5	0,0	2,9	3,4	3,3	1,8	6,7	15,2

¹ Estimations BRI, établies à partir de données nationales fondées sur des concepts qui diffèrent d'un pays à l'autre. Pour les Etats-Unis, fonds collectés sur les marchés du crédit à l'exclusion du secteur étranger; pour l'Allemagne, emprunts sous forme d'instruments négociables sur le marché monétaire, d'obligations et d'actions, et prêts consentis par des banques, des sociétés de crédit immobilier et des compagnies d'assurances; pour le Japon, émissions de titres et prêts accordés par des organismes financiers; pour le Royaume-Uni, montant total des emprunts des secteurs indiqués, à l'exception des crédits commerciaux et des investissements intra-entreprises; pour la France, montant total des emprunts recensés à l'exception des crédits commerciaux et des valeurs mobilières à revenu variable autres que les actions (ajustements comptables exclus). ² Pour le Japon et le Royaume-Uni, les emprunts des entreprises publiques sont inclus dans les emprunts du secteur public et, pour ces pays et la France, ceux des entreprises individuelles figurent dans les crédits au secteur des ménages. ³ Comprend les effets négociables sur le marché monétaire. ⁴ Pour l'Allemagne, montant total du crédit au secteur du logement.

sur les marchés financiers, encore que, par rapport au produit national brut, ils soient restés en deçà de leur précédent record. Pour les sociétés non financières, le rapport des fonds propres aux dépenses d'investissement est tombé l'an dernier à 71%, ce qui reste

cependant bien supérieur au chiffre de 56% enregistré en 1974. La liquidité des entreprises s'est sensiblement détériorée – le rapport entre les actifs liquides et les engagements à vue, ainsi que celui de l'endettement à court terme vis-à-vis de l'endettement global, sont actuellement plus défavorables, même par rapport à 1974; il se peut toutefois que cette situation traduise en partie un effort délibéré visant à ramener les encaisses improductives à leur minimum.

En Allemagne, le secteur des entreprises a accusé un léger déficit l'an dernier, après avoir enregistré un excédent en 1978. Au Japon, le déficit de ce secteur s'est aggravé. Néanmoins, grâce à la modération des salaires et à la reprise de l'activité économique, la part des bénéficiaires dans le revenu national s'est nettement améliorée pour ces pays, ainsi qu'en France (où s'est fait sentir en outre l'influence de la suppression du contrôle des prix). Malgré une certaine détérioration en cours d'année, la position de liquidité des entreprises est encore assez forte dans ces pays. La situation est différente au Royaume-Uni, où les entreprises, à l'exclusion du secteur du pétrole de la Mer du Nord, ont vu récemment leur rentabilité se dégrader de nouveau en raison de la faiblesse de la demande globale, de la pression des salaires et de la perte de compétitivité extérieure due à la fermeté de la livre sterling. Le ratio d'autofinancement des entreprises industrielles et commerciales s'est établi à 70% en 1979, contre 73% en 1978, et le rapport entre avoirs et engagements à vue des grandes sociétés est tombé de 140% au milieu de 1978 à 71% en décembre 1979. Ce dernier chiffre est supérieur aux 44% enregistrés à la fin de 1974, mais une nouvelle aggravation n'est pas à exclure.

Le *crédit au logement* a connu une forte expansion, l'an dernier, dans la plupart des pays en liaison avec l'activité soutenue de la construction, ce qui traduit, à des degrés divers, les efforts des ménages pour se protéger contre l'inflation. Bien entendu, un autre facteur, lié à cette situation, est intervenu, à savoir la forte hausse des prix des logements. Dans plusieurs pays, le dynamisme des emprunts contractés par les ménages pour la construction résidentielle a été masqué par les réductions des programmes de construction à des fins locatives du secteur public ou de promoteurs privés. Presque partout, la progression du crédit immobilier s'est quelque peu ralentie au cours de l'année, sous l'effet de l'augmentation des taux d'intérêt. Aux Etats-Unis, toutefois, l'accès au crédit hypothécaire a été bien mieux protégé que pendant les précédentes périodes de resserrement; les organismes d'épargne ont été autorisés, en effet, à se procurer des fonds à des taux d'intérêt liés à ceux du marché. Les pressions exercées sur la rentabilité de ces établissements et les plafonds imposés par certains Etats aux taux d'intérêt usuraires (ces dernières dispositions ont été toutefois rendues momentanément caduques par une loi du Congrès vers la fin de 1979) ont cependant limité dans une certaine mesure l'offre de crédit; comme dans les précédentes périodes de restrictions, les organismes fédéraux ont fourni des fonds supplémentaires collectés par voie d'émissions obligataires. Au Royaume-Uni, les possibilités de recours au crédit hypothécaire se sont toutefois ressenties des retards habituels dans l'ajustement des taux créditeurs des sociétés de financement de la construction en fonction de la hausse des rendements sur le marché financier.

Le *crédit à la consommation* s'est sensiblement accru en 1979 aux Etats-Unis, en Allemagne, en France et au Royaume-Uni. En ce qui concerne les Etats-Unis, le taux d'expansion record enregistré l'année précédente n'a cependant pas été égalé, en raison

de la baisse du rythme des ventes d'automobiles. Pour des raisons analogues, la progression du crédit à la consommation s'est ralentie en Allemagne dans le courant de 1979. Au Royaume-Uni, le chiffre élevé indiqué dans le tableau pour les emprunts du secteur des ménages reflète en partie les prêts substantiels accordés à des entreprises individuelles.

Le fléchissement marqué du taux de l'épargne des particuliers aux Etats-Unis, qui contraste vivement avec l'évolution notée dans d'autres pays, était surtout imputable, jusqu'à l'an dernier, à l'augmentation rapide des emprunts du secteur des ménages. Cet accroissement correspondait pour l'essentiel à des prêts hypothécaires, dont la vive expansion ne saurait s'expliquer uniquement par la nécessité de financer la construction de nouveaux logements. En outre, l'an passé et pour la première fois depuis 1974, l'accumulation d'actifs financiers de la part du secteur des ménages a diminué aux Etats-Unis, tant par rapport aux revenus de ce secteur que par rapport à ses actifs nets. En France également, la progression de l'épargne financière des ménages s'est nettement ralentie en 1979. Dans les autres pays, par contre, le rythme d'accumulation d'actifs financiers par les particuliers est resté élevé. Il se peut que les efforts entrepris pour constituer un apport personnel en vue de l'achat d'un logement aient agi comme un stimulant; en Allemagne, au Japon et au Royaume-Uni, toutefois, les ménages ont consacré des sommes très élevées à la constitution de dépôts à moyen et à long terme ou à l'acquisition d'obligations.

Certaines disparités, effectives ou apparentes, entre les comportements des ménages à l'égard de l'épargne sont peut-être attribuables à des différences dans les positions créditrices et débitrices. Aux Etats-Unis, par suite de la hausse des prix des logements, l'actif net des ménages a augmenté beaucoup plus rapidement, ces dernières années, que les revenus courants; par rapport à l'actif net, l'endettement des particuliers ne s'est que modérément accru. Dans la plupart des autres pays industrialisés, les ménages ont eu de plus en plus tendance à détenir leur patrimoine sous forme d'actifs financiers, étant donné que les possibilités d'acquisition de maisons sont moindres. Dans ces conditions, l'inflation les a incités à reconstituer leurs actifs nets, ce qui a été rendu possible par l'augmentation des taux d'intérêt nominaux.

Financement du secteur public. Les besoins d'emprunt du secteur public et de l'administration centrale se sont encore contractés l'an dernier aux Etats-Unis, alors qu'ils demeuraient fort modestes en France. Dans presque tous les autres pays, ils ont repris ou poursuivi leur tendance à la hausse, au cours des deux années écoulées, et sont très élevés par rapport au produit national brut si l'on se réfère aux chiffres antérieurs à 1975.

La plupart des pays ont été en mesure, l'année passée, de financer une partie importante de leur déficit à l'aide de capitaux internes non bancaires. Les difficultés rencontrées habituellement au cours des périodes dominées par des perspectives de relèvement des taux d'intérêt se trouvaient généralement résolues au moment où ces taux ont été effectivement relevés. Les fonds fournis par le secteur privé non bancaire ont très largement couvert les besoins d'emprunt de l'administration centrale au Royaume-Uni, ainsi qu'aux Etats-Unis où, à l'inverse de ce qui s'était passé en 1978, les non-résidents, et notamment les banques centrales étrangères, ont dans l'ensemble réduit leur portefeuille de titres d'Etat. Cependant, si au Royaume-Uni les ventes de fonds

Financement des administrations publiques¹

Besoin de financement	Année	Alle- magne fédérale	Belgique	Etats- Unis	France	Italie	Japon	Pays-Bas	Royaume- Uni
		en % du produit national brut							
du secteur public ² . . .	1975	6,6	5,9	6,7	3,6	14,6	7,0	4,8	10,1
	1977	3,0	6,7	3,3	1,3	10,2	9,2	3,6	4,2
	1978	3,2	7,2	2,7	2,3	14,9	10,7	4,0	5,2
	1979	3,5	8,9	1,8	1,6	11,6	10,2	4,9	6,8
de l'administration centrale ³	1975	6,2	5,6	5,9	3,0	11,3	2,7	3,0	8,0
	1977	2,7	6,6	3,5	1,1	9,0	4,6	3,1	3,1
	1978	3,3	6,4	2,8	1,5	14,4	5,7	3,3	5,2
	1979	3,2	7,4	1,8	1,4	11,2	5,2	4,3	5,6
<i>couvert par:</i> la banque centrale . . .	1975	0,6	0,1	0,6	1,4	6,6	.	0,0	2,3 1,3 -0,3 0,1
	1977	- 0,0	0,6	0,4	- 0,9	- 2,5	.	0,1	
	1978	- 0,1	0,4	0,4	- 0,7	2,3	.	0,2	
	1979	0,0	1,1	0,4	0,1	0,2	.	0,8	
les banques	1975	4,3	0,6	1,7	0,8	1,5	2,1	0,9	-0,3 0,1
	1977	2,1	3,9	- 0,1	0,5	7,0	3,0	0,5	
	1978	2,8	2,5	- 0,5	0,4	5,4	4,0	0,5	
	1979	2,3	3,3	0,0	- 0,0	3,8	3,6	1,0	
d'autres sources nationales	1975	1,0	4,9	3,1		3,2		2,1	5,5
	1977	0,6	2,3	1,5		4,5		2,5	6,8
	1978	0,5	2,5	1,4		6,6		2,6	4,6
	1979	0,5	2,2	1,9		7,0		2,5	5,6
des sources étrangères ⁴	1975	0,3	0,0	0,5		1,8		1,7	0,2
	1977	0,0	- 0,2	1,6		1,3		1,6	- 5,0
	1978	0,1	1,0	1,5		0,1			0,9
	1979	0,2	0,7	- 0,5		0,2			- 0,1

¹ Variations nettes des emprunts et des encaisses, compte tenu des emprunts effectués aux fins de prêts. Chiffres établis en partie sur la base d'estimations de la BRI. ² Administration centrale, collectivités locales et caisses de sécurité sociale, sur la base des règlements. Pour l'Italie, secteur public élargi (comprend les besoins d'emprunts de certaines entreprises publiques). Pour le Japon, montant net des émissions d'obligations à moyen et à long terme du Trésor et des collectivités locales (comprend également les émissions d'obligations assorties de la garantie de l'Etat et les placements privés d'obligations par des organismes d'Etat - équivalant ensemble à 1,4% du PNB en 1979). Pour le Royaume-Uni, comprend les besoins d'emprunt des entreprises publiques. ³ Pour l'Allemagne, ensemble des collectivités publiques sauf les organismes de sécurité sociale; pour l'Italie, administrations publiques; pour le Royaume-Uni, comprend les prêts de l'administration centrale aux entreprises publiques (équivalant à environ 1,7% du PNB en 1979). ⁴ Pour le Royaume-Uni et les Etats-Unis, comprend l'accroissement (-) des avoirs officiels de change.

d'Etat ont été particulièrement importantes, aux Etats-Unis les bons du Trésor ont représenté une part substantielle de la progression des émissions de titres éligibles sur le marché. Dans certains autres pays, on a aussi noté un raccourcissement des échéances. Au Japon, les nouvelles obligations d'Etat à deux et trois ans ont remporté un très vif succès. En Italie, la majeure partie des titres acquis par le secteur non bancaire en 1979 était composée de bons et d'obligations du Trésor assortis de taux d'intérêt variables. La demande de bons du Trésor a parfois atteint des proportions spectaculaires et, sur l'ensemble de l'année, le Trésor a moins recouru aux avances de la Banque d'Italie, neutralisant ainsi en partie l'incidence de l'excédent extérieur sur la base monétaire.

En Allemagne, les pouvoirs publics ont de nouveau sollicité massivement les banques, mais celles-ci ont refinancé à long terme une part substantielle de leurs prêts. En revanche, le financement monétaire du secteur public a atteint des proportions

considérables aux Pays-Bas ainsi qu'en Belgique, où le gouvernement a, sous une forme indirecte, fait largement appel à la banque centrale et a obtenu de l'étranger un volume considérable de fonds.

Evolution des techniques de politique monétaire

Au cours des récentes années, les problèmes concernant l'efficacité de la politique monétaire se sont amplifiés dans de nombreux pays.

D'une part, on a de plus en plus misé sur la politique monétaire pour maîtriser l'évolution de l'activité économique, les politiques budgétaire et des revenus n'apportant à cet égard qu'un soutien limité ou se voyant reléguées au second plan. D'autre part, compte tenu des instruments et des techniques opérationnelles mis à leur disposition, les autorités monétaires se sont souvent senties bien mal armées pour assumer les responsabilités qui leur étaient confiées. Ainsi, par suite de l'accélération récente des anticipations inflationnistes, presque tous les pays ont été confrontés au problème du manque apparent d'efficacité de l'application de taux d'intérêt nominaux élevés — ce qui amène à se demander si la manipulation de cet instrument a été trop tardive et insuffisante ou si le problème réside ailleurs. Dans le même temps, devant la vigueur croissante de la demande de crédit, les politiques visant simplement à maîtriser l'expansion de certains agrégats monétaires ont pu être contrecarrées par les innovations financières et la mise au point de nouveaux instruments de collecte de fonds. Le plafonnement du crédit et la constitution de réserves non rémunérées favorisent fortement la désintermédiation financière. Malgré tout, dans des circonstances extrêmes, certains pays, peu désireux de relever par trop leurs taux d'intérêt, s'en sont remis aux contrôles directs pour obtenir les résultats recherchés ou pour rétablir la confiance de l'opinion dans la détermination d'agir des autorités.

L'amélioration des techniques de contrôle est devenue, l'an passé, un sujet de préoccupation majeur aux Etats-Unis. Première décision importante dans cette direction: le Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale a tout d'abord mis l'accent sur une régulation monétaire fondée sur l'approvisionnement en réserves des banques plutôt que sur la manipulation des taux d'intérêt à court terme. Dans un deuxième temps, il a renforcé les techniques traditionnelles par un vaste programme de contrôle du crédit. Peu après, le Congrès approuva des modifications radicales des réglementations administratives. Des changements sensibles, quoique moins fondamentaux, ont été apportés l'an dernier aux instruments du contrôle monétaire en Allemagne, en France, en Italie, au Japon et au Canada. Au Royaume-Uni, le réaménagement profond des techniques de gestion monétaire a été au centre des discussions, et le gouvernement a publié pour la première fois des objectifs de stabilisation à moyen terme.

Aux *Etats-Unis*, en octobre 1979, le Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale annonçait d'importantes modifications en précisant que, dans le cadre de ses opérations au jour le jour sur l'open market, il accorderait dorénavant une plus grande attention aux variations des réserves des banques et s'attacherait moins à atténuer les fluctuations des taux d'intérêt. La prise en considération de diverses relations de multiplication pour calculer le volume de réserves compatible avec la réalisation de l'objectif de masse monétaire semblait devoir permettre à la politique monétaire de se départir

de sa tendance traditionnelle à s'opposer aux variations conjoncturelles des taux d'intérêt et à accompagner les fluctuations de la demande de monnaie. Dans le cadre des nouvelles procédures, le Conseil de la Réserve fédérale a alloué des marges de tolérance plus larges, calculées en moyenne hebdomadaire, au taux des fonds fédéraux qui, en conséquence, n'ont pas tardé à accuser des fluctuations journalières très marquées. Un autre aspect d'une plus grande importance immédiate a été le fait qu'on a accepté plus facilement la hausse des taux d'intérêt car on s'est rendu compte qu'ils étaient plus sensibles à l'évolution des conditions du marché. Les autorités se sont cependant aperçu rapidement que, loin de stabiliser l'approvisionnement en réserves des banques, elles risquaient en définitive de satisfaire une augmentation effective de la demande de concours bancaires, du fait en partie de la complexité de la nouvelle technique, qui devait tenir compte de transferts entre des catégories d'engagements bancaires soumis à des coefficients de réserves obligatoires différents. La montée en flèche des agrégats en février 1980 amena le marché à douter de l'amélioration décisive du contrôle monétaire. C'est peut-être en partie pour cette raison, mais également pour des motifs plus profonds, qu'en mars on a estimé nécessaire de prendre de nouvelles mesures.

En édictant, cette fois, des directives en matière de crédit, les autorités ont clairement montré leur détermination de freiner l'expansion des prêts bancaires. Les limites assignées aux concours des banques sont considérées comme un instrument de contrôle de la masse monétaire complémentaire à la gestion des réserves et aux taux d'intérêt. Cependant, ce plafonnement devait s'appliquer désormais à chaque banque prise individuellement, et il était prévu d'adapter cette limite de façon à la rendre compatible avec les objectifs de croissance des réserves bancaires et de la masse monétaire. Etant donné que le développement du crédit bancaire dépendait désormais étroitement des ressources gérées (dont certaines n'étaient toujours pas comprises dans la masse monétaire telle qu'elle a été redéfinie en février) et devant la prolifération d'instruments nouveaux, les autorités ont estimé indispensable d'étendre le domaine d'action de leur politique au-delà des agrégats monétaires en tant que tels. Jusqu'en mars 1980, et même après la décision de recourir aux réserves des banques comme instrument de régulation, les autorités monétaires américaines s'en remettaient encore essentiellement aux taux d'intérêt pour modérer l'accroissement de la masse monétaire et la progression du crédit par une action sur la demande. Il est possible que, dans le contexte fortement inflationniste qui prévalait alors, les autorités aient vu dans la limitation du crédit une solution de rechange à une nouvelle hausse des taux d'intérêt, qui risquait de ne plus guère agir sur les dépenses et pouvait fort bien avoir des répercussions secondaires indésirables tant sur le plan interne qu'à l'extérieur. Fait significatif à cet égard, les mesures prises en mars prévoyaient une majoration de 3 points du taux d'escompte dans certains cas, sans aucune modification, pour autant, du taux de base.

Peu après, le Congrès apporta rapidement une solution à certaines questions d'ordre réglementaire en suspens depuis longtemps. Il approuva des amendements concernant des dispositions qui avaient faussé la concurrence et motivaient, depuis quelques années, de nombreuses innovations fort élaborées visant à les tourner. Dans le cadre de la loi sur le déplafonnement des intérêts servis par les organismes de dépôt et sur le contrôle monétaire («*Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act*») signée par le Président à la fin du mois de mars, la Réserve fédérale

peut, à l'issue d'une période transitoire, assujettir au système des réserves obligatoires non rémunérées toutes les banques et associations d'épargne et de prêt du pays (jusqu'alors, seules y étaient soumises les banques membres du Système de Réserve fédérale); la banque centrale est tenue en outre d'imposer ce système, sur la base de coefficients minimums, à tous les comptes susceptibles d'être utilisés à des fins de transaction. Des réserves supplémentaires, rémunérées celles-là, peuvent également être exigées. La loi autorise également les comptes ATS et les comptes NOW (voir page 76) dans tous les Etats et prévoit la suppression progressive sur une période de six ans des plafonds fixés antérieurement, dans le cadre de la Réglementation Q, aux taux d'intérêt servis sur les dépôts. D'autres dispositions furent prises pour abolir le plafonnement imposé par les instances législatives de certains Etats sur les taux d'intérêt usuraires des emprunts hypothécaires ainsi que des prêts à l'agriculture et autorisaient les associations d'épargne et de prêt à diversifier leur activité en l'étendant à des domaines traditionnellement dominés par les banques, tels que le crédit à la consommation. Le relèvement de \$40.000 à \$100.000 du montant des dépôts des particuliers couverts par l'organisme fédéral d'assurance des dépôts (Federal Deposit Insurance Corporation) constitue un autre changement susceptible de rendre les dépôts auprès d'organismes financiers plus compétitifs par rapport aux instruments du marché.

D'une manière générale, ces modifications aideront à uniformiser les conditions concurrentielles entre les diverses institutions financières pour des catégories de dépôts semblables et elles devraient contribuer à stabiliser l'assise institutionnelle du contrôle monétaire. Cependant, l'obligation de maintenir des réserves non rémunérées pour certaines catégories de dépôts incitera constamment les banques à élaborer des techniques destinées à les soustraire aux coûts qu'implique ce système. Outre le fait que ces obligations faussent la structure de l'intermédiation, elles continueront sans doute à influencer l'évolution des agrégats monétaires recensés, ce qui obligera à en revoir de temps à autre la définition.

En *Allemagne*, des efforts ont été accomplis, l'an dernier, pour améliorer le contrôle monétaire par une gestion plus active des réserves des banques. Après l'épuisement des liquidités libres des banques et le plafonnement des avances sur titres, la Bundesbank est intervenue presque constamment sur le marché monétaire, tantôt dans un sens, tantôt dans l'autre. Elle a fait preuve d'une retenue délibérée pour fournir aux banques les moyens dont elles avaient besoin pour constituer leurs réserves minimums obligatoires et a recouru, pour ce faire, à des opérations réversibles à court terme (prises en pension de titres du marché national, d'effets de commerce et d'actifs étrangers; opérations de swap sur le marché des changes et placement temporaire de fonds publics sur le marché interbancaire). Les incertitudes concernant les conditions de refinancement auprès de la banque centrale ont modifié de façon sensible le fonctionnement du système bancaire et incité les banques à se faire concurrence pour les dépôts à terme. Cette situation a exercé à son tour une pression à la hausse sur les taux d'intérêt des actifs non monétaires, ce qui a contribué à contenir l'expansion monétaire à une période où l'inflation semblait limiter la fiabilité de mécanismes de taux d'intérêt fort élaborés. Des techniques nouvelles et souples de recours au marché monétaire ont également été mises en œuvre en *Italie* et au *Royaume-Uni*, où l'on a procédé, pour la première fois dans ces deux pays, à des prises en pension afin de soulager temporairement la liquidité des banques lors de ventes massives de titres d'Etat.

Au *Canada*, les autorités ont décidé de laisser le taux d'escompte s'aligner avec souplesse sur les taux du marché à compter de mars 1980. Selon la nouvelle ligne de conduite adoptée, ce taux devrait être fixé chaque semaine à $\frac{1}{4}$ de point au-dessus du taux moyen établi à l'adjudication des bons du Trésor à trois mois. Etant donné les circonstances, les autorités ont dû compter non seulement avec l'incidence des conditions très instables régnant sur les marchés aux Etats-Unis, mais également avec la nécessité d'éviter les pressions à la baisse qui s'exerçaient par intermittence sur le dollar canadien alors que la compétitivité internationale du pays demeurait forte. La Banque du Canada peut, bien entendu, avoir une influence considérable sur le marché des bons du Trésor. C'est également en mars que, en *France*, la banque centrale a annoncé qu'elle n'accepterait de prises en pension à taux fixes que pour un délai de sept jours et que des facilités à trois et six mois seraient offertes à des taux dérivés du marché.

En *Italie*, les souscriptions de bons du Trésor, ces dernières années, ont permis aux autorités de gérer la liquidité bancaire avec plus de souplesse. Comme ces bons sont placés dans le public sous forme de petites coupures, les banques ont été contraintes également d'harmoniser davantage leurs taux créditeurs avec les taux du marché monétaire. En outre, les banques ont peu à peu utilisé l'instrument des acceptations bancaires pour négocier entre elles les quotes-parts non utilisées des contingents officiels. Au *Japon*, les autorités s'efforcent également d'assouplir les taux d'intérêt créditeurs. A cet égard, deux faits importants sont à noter: l'instauration en novembre 1978 d'un marché des effets commerciaux à un mois et l'autorisation accordée aux banques en mars 1979 d'émettre des certificats de dépôt en yens dont les taux d'intérêt peuvent évoluer librement. En avril 1979, la Banque du Japon et les opérateurs du marché monétaire ont décidé de libérer graduellement la fixation des taux de l'argent au jour le jour et de créer un marché des instruments à sept jours. Depuis octobre, date de la levée des contrôles sur le taux d'escompte des effets de commerce à deux mois, tous les taux de l'argent au jour le jour et du papier commercial sont déterminés librement par le jeu des forces du marché.

Au *Royaume-Uni*, le rôle primordial assigné au contrôle des agrégats monétaires dans le cadre de la stratégie globale appliquée par le gouvernement pour combattre l'inflation a donné lieu à un débat particulièrement animé sur le caractère adéquat des instruments de contrôle et des dispositions institutionnelles actuellement en vigueur sur les marchés financiers. Les thèmes fondamentaux en ont été définis par les autorités elles-mêmes dans un «*Livre vert*» sur le contrôle monétaire, publié en mars. Alors que la politique budgétaire, la consolidation des fonds d'Etat et les taux d'intérêt à court terme peuvent se prêter au contrôle de l'expansion monétaire à moyen terme, des variations à court terme risquent d'affecter le climat de la confiance. En raison des inconvénients des contrôles quantitatifs de l'évolution du crédit bancaire et devant les incertitudes institutionnelles liées à l'instauration d'un système de contrôle de la base monétaire en l'absence d'un régime de réserves obligatoires, ce Livre préconise d'appliquer un système d'indicateurs selon lequel les variations de la masse monétaire pourraient déclencher un ajustement automatique du taux débiteur «opérationnel» de la Banque d'Angleterre.

Aucune des réformes entreprises ou envisagées dans les économies les plus importantes ne va jusqu'à la mise en œuvre d'un système de contrôle complet de la base monétaire. Les autorités sont toujours d'avis que les avantages d'un renforcement du

contrôle de l'évolution de la masse monétaire risquent d'être limités en pratique et nettement inférieurs, en tout cas, au coût des changements considérables qu'il serait nécessaire d'apporter au financement en dernier ressort et à la structure du marché monétaire. Autre objection plus grave peut-être: l'extrême variabilité des taux d'intérêt qu'un tel système risquerait d'entraîner serait susceptible de rendre les taux de change très instables ou de contrecarrer les efforts visant à les stabiliser. On peut penser cependant que les innovations en cours constituent un progrès important en ce sens qu'elles permettent une plus grande souplesse d'adaptation des taux d'intérêt et rendent leurs variations plus acceptables pour les marchés. Si tel est réellement le cas, elles auront contribué à éliminer l'une des principales contraintes qui entravaient dans le passé l'efficacité des politiques de contrôle monétaire.

V. BALANCES INTERNATIONALES DES PAIEMENTS

Deux faits se dégagent de l'évolution générale des balances des paiements en 1979. Tout d'abord, l'excédent en compte courant des pays exportateurs de pétrole, qui avait disparu en 1978, a été porté à \$63 milliards sous l'effet des très fortes hausses du prix du baril. En second lieu, de profondes modifications ont affecté les balances de paiements des pays industrialisés les plus importants, de sorte que les déséquilibres antérieurs se sont trouvés éliminés ou inversés. Aux Etats-Unis, la balance générale des paiements s'est soldée par un surplus de \$14 milliards, qui fait suite à des déficits de \$67 milliards pour l'ensemble des deux années précédentes, et le solde passif en compte courant a pratiquement disparu malgré le renchérissement des importations pétrolières. Dans les pays à monnaie traditionnellement forte — Japon, Allemagne et Suisse — le solde cumulé des transactions courantes est passé d'un excédent de près de \$30 milliards en 1978 à un déficit de \$12 milliards en 1979. Si certains ajustements résultent de l'augmentation de la facture pétrolière, il convient de noter cependant que beaucoup sont dus à des modifications dans d'autres postes des transactions courantes, dont l'ampleur a peut-être été plus forte que prévu ou désiré. Dans ces trois pays, et notamment au Japon, les mouvements de capitaux ont été, dans l'ensemble, défavorables et ont nécessité un financement de la part des autorités d'un montant global de \$20 milliards.

Le financement des déficits en compte courant apparus dans les pays importateurs de pétrole en contrepartie de l'excédent dégagé par les pays exportateurs a généralement été assuré sans difficulté en 1979, l'aisance ayant régné sur les marchés internationaux du crédit pendant la plus grande partie de l'année. En fait, les pays développés extérieurs à l'ensemble Groupe des Dix et Suisse et les pays en voie de développement non producteurs de pétrole sont parvenus globalement à renforcer de nouveau leurs réserves, en dépit de la progression de leur déficit des paiements courants.

En retraçant cette évolution, la première section de ce chapitre met l'accent sur les conséquences des récentes hausses des prix du pétrole sur les balances de paiements et examine comment les balances des opérations courantes se sont ajustées au choc pétrolier de 1973-74. La deuxième section décrit les principaux faits de l'année 1979 en ce qui concerne les balances de paiements des pays industriels. La dernière section, consacrée au financement des déséquilibres globaux des paiements, passe en revue les méthodes de financement adoptées tant en 1979 que pendant la période 1974-78.

Pétrole et balance internationale des paiements

Les relèvements des prix du pétrole en 1979 et leur incidence sur l'ensemble des balances des paiements. L'influence dominante qui s'est exercée en 1979 sur la structure globale des balances des paiements a été le renchérissement sensible des prix du pétrole. En décembre 1978, l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) décida de majorer de 5% le prix officiel du brut «Arabian marker», avec effet au 1er janvier 1979, ce qui représentait la première augmentation depuis dix-huit mois. En même temps

était publié un calendrier des majorations devant intervenir au commencement de chacun des trois trimestres suivants. Ce calendrier se trouva toutefois bientôt bouleversé par l'évolution de la situation sur le marché du pétrole, à la suite de la réduction draconienne de la production pétrolière de l'Iran au début de 1979. Bien que cette diminution de la production iranienne ait été plus que compensée par l'accroissement de celle des autres pays de l'OPEP — même en janvier 1979, lorsque la production iranienne a atteint son niveau le plus bas, la production globale de l'OPEP a dépassé de 3,3% celle de l'année précédente — les préoccupations suscitées par les perspectives en matière d'approvisionnement et de prix, ainsi que par le faible niveau des stocks, déclenchèrent une ruée sur le pétrole et une hausse rapide des prix sur le marché au comptant. Plusieurs pays industriels sont parvenus à réduire leur consommation de produits pétroliers en 1979. Cependant, comme les économies ainsi réalisées ont été très largement contrebalancées par une recrudescence de la demande aux fins de constitution de stocks, la situation sur le marché du pétrole en 1979 est demeurée généralement tendue.

Au milieu de 1979, le prix officiel du brut «Arabian marker» était monté à \$18 le baril, soit 42% au-dessus de son prix de fin 1978. A la fin de l'année, les prix de vente officiels du pétrole variaient entre \$26 et \$35 le baril, ce qui correspondait à une augmentation moyenne de plus de 100% par rapport au niveau de fin 1978. En fait, la hausse du prix moyen payé par les pays importateurs était encore plus forte car, dans le courant de l'année, une fraction croissante des approvisionnements en pétrole a transité par le marché libre, où les cours ont monté plus rapidement que les prix de vente officiels.

Le volume des achats nets de brut par l'ensemble des pays importateurs s'est accru d'environ 1%, l'an dernier. Le montant total des paiements supplémentaires correspondants a atteint plus de \$65 milliards en 1979 et représente donc essentiellement l'incidence de la hausse des prix. L'accroissement de la facture pétrolière des principaux groupes de pays importateurs apparaît en partie dans l'évolution de leur situation consolidée des paiements courants entre 1978 et 1979. Comme il ressort du tableau de la page 103, la balance globale des paiements courants des pays du Groupe des Dix et de la Suisse est passée d'un excédent de \$20,8 milliards en 1978 à un déficit de \$23,5 milliards en 1979; le déficit cumulé des autres pays développés s'est élargi de \$2 milliards, pour atteindre \$14 milliards; celui des pays en développement non producteurs de pétrole enregistre une augmentation substantielle de \$13 milliards et se situe de ce fait au niveau record de \$38 milliards en 1979. En revanche, le déficit cumulé des échanges commerciaux des économies à planification centralisée, qui s'établissait à \$6 milliards en 1978, a été résorbé l'an passé; le coût du service de la dette extérieure a dû toutefois s'accroître en 1979, de sorte que l'amélioration de leur situation des paiements courants est sans doute assez modeste.

Si la structure globale des paiements courants du groupe importateur de pétrole a évolué en 1979 dans la même direction qu'en 1974, l'ampleur relative de cette évolution a été nettement différente. L'aggravation de la situation consolidée des paiements courants des pays du Groupe des Dix et de la Suisse entre 1978 et 1979, qui s'est chiffrée à \$44 milliards, a été beaucoup plus forte, tout au moins si on l'exprime en dollars courants, que n'avait été le revirement de \$25 milliards enregistré cinq ans auparavant.

Dans les autres pays développés, de même que dans les pays en développement non producteurs de pétrole, la détérioration notée l'an dernier (\$2 milliards et \$13 milliards respectivement) a été plus faible à prix courants, et davantage encore en termes réels, que celles que ces deux groupes de pays avaient accusées entre 1973 et 1974 (\$18 milliards et \$16 milliards). Toutefois, si les changements qui se sont produits en 1979 dans les opérations courantes ont été relativement moins favorables dans l'ensemble Groupe des Dix et Suisse et relativement plus satisfaisants pour les pays en développement non producteurs de pétrole, il convient de rappeler qu'en 1978 l'excédent consolidé du premier groupe ainsi que le déficit cumulé du second avaient été, l'un et l'autre, plus importants que cinq ans plus tôt. En conséquence, plus de la moitié de la contrepartie de l'excédent dégagé par l'OPEP en 1979 a été supportée par les pays en développement non producteurs de pétrole, contre 35% environ en 1974. La part de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse a également augmenté par rapport à 1974; en revanche, celle des autres pays développés a sensiblement diminué.

En contrepartie de la dégradation de la situation des opérations courantes du monde importateur de pétrole, la position globale en compte courant des pays de l'OPEP s'est améliorée en 1979, puisque d'équilibrée qu'elle était en 1978 elle est devenue excédentaire, à hauteur de \$63 milliards, chiffre qui rejoint pratiquement celui de 1974. Plus remarquable encore que la réapparition soudaine d'un excédent aussi considérable est le fait que son ampleur n'a guère été inférieure à l'accroissement des recettes d'exportation de ces pays dû à la hausse des prix du pétrole. Le plafonnement de la valeur en dollars des importations de l'OPEP aux niveaux de 1978 a constitué un tournant important par rapport aux tendances antérieures et s'est accompagné d'une diminution en volume estimée à environ 12%. Si cette dernière régression peut être imputée à la chute brutale des achats effectués à l'étranger par l'Iran, le volume des importations de l'ensemble des autres pays de l'OPEP est resté pratiquement inchangé en 1979, alors qu'il s'était rapidement accru au cours des années précédentes. Selon les estimations, les termes de l'échange de l'OPEP se sont améliorés de 29% l'an dernier, et davantage encore si l'on compare les chiffres de fin 1979 à ceux de fin 1978. De toute façon, l'amélioration a été nettement supérieure à ce qui était nécessaire pour regagner les quelque 11% perdus en 1978. Le renforcement des termes de l'échange et la réduction du volume des importations ont porté l'excédent global des échanges commerciaux de l'OPEP à \$112 milliards en 1979, ce qui, exprimé en dollars, représente de loin l'excédent le plus important jamais enregistré. Cette évolution favorable a plus que compensé la détérioration persistante des opérations invisibles. De ce fait, même les pays de l'OPEP à capacité d'absorption relativement élevée ont dégagé en 1979 un excédent de \$27 milliards en compte courant, contre un déficit de \$10 milliards, l'année précédente.

La réapparition, l'an dernier, d'un solde actif considérable de la balance des paiements de l'OPEP, à un moment où la structure mondiale des paiements était tout juste parvenue à s'ajuster à l'excédent apparu en 1974, et la perspective de voir ce groupe de pays enregistrer des gains encore plus substantiels en 1980, à la suite des relèvements des prix du pétrole en 1979 et au début de 1980, amènent à se demander comment devra s'opérer cette fois le processus d'ajustement. La section suivante recense les principaux facteurs qui ont entraîné la réduction de l'excédent de l'OPEP, après la première explosion des prix du pétrole. Ce recensement s'appuie sur une comparaison de la

situation des opérations courantes de ce groupe de pays en 1973, juste avant que n'apparaisse son premier excédent substantiel, avec celle de 1978, année où cet excédent a disparu; il se fonde également sur l'analyse de l'évolution en 1978 des composantes des balances commerciales des pays importateurs de pétrole par rapport à 1973.

Ajustements des balances des opérations courantes au choc pétrolier de 1973-74. La disparition du solde positif en compte courant des pays de l'OPEP entre 1974 et 1978 s'explique essentiellement par l'aptitude de ces pays à développer sensiblement leurs importations de biens et de services. Entre 1973 et 1978, le volume de leurs exportations de pétrole n'a guère varié, et leurs ventes à l'étranger de produits autres que le pétrole n'ont augmenté que de \$6 milliards; ainsi, l'énorme progression, de \$40 milliards à \$146 milliards, de leurs recettes d'exportations a eu presque entièrement son origine dans l'évolution du prix du pétrole. Le quintuplement de la valeur des importations est dû en revanche à la fois à une progression en prix et en volume. L'indice des prix à l'importation des pays de l'OPEP – calculé à partir de la valeur unitaire des ventes de leurs principaux partenaires commerciaux – a augmenté grosso modo de 75%, ce qui donne à penser que le volume des achats à l'étranger s'est accru d'environ 180%. En outre, les règlements nets effectués par l'OPEP au titre des services et des transferts privés ont triplé au total entre 1973 et 1978, pour atteindre \$37 milliards, évolution qui traduit dans une large mesure l'accroissement des importations de technologie et de main-d'œuvre étrangères. L'importance des transferts de ressources réelles dans la réduction de l'excédent en compte courant de l'OPEP est également clairement mise en évidence par le fait que ce groupe de pays a réussi en grande partie à conserver l'avantage acquis en 1974 au niveau des termes de l'échange. Même si la hausse des prix à l'importation a grignoté une partie du gain initial, les termes de

Total des transactions courantes des pays de l'OPEP, 1973-79*

Postes	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979
	en milliards de dollars EU						
Exportations (f.o.b.)	40 (100)	121 (98)	113 (87)	137 (100)	151 (100)	146 (96)	217 (97)
Importations (f.o.b.)	- 21 (100)	- 39 (139)	- 59 (194)	- 71 (231)	- 89 (265)	- 104 (277)	- 105 (244)
Balance commerciale	19	83	54	66	62	42	112
Services et transferts privés, en chiffres nets	- 12	- 14	- 19	- 26	- 31	- 37	- 43
Transferts officiels, en chiffres nets . .	- 1	- 2	- 4	- 4	- 5	- 5	- 6
Opérations courantes	6	67	31	36	26	0	63
<i>dont:</i>							
Pays à capacité d'absorption relativement faible	5	40	24	29	24	10	36
Pays à capacité d'absorption relativement forte	1	27	7	7	2	- 10	27

Remarque: Les chiffres entre parenthèses sont les indices de volume (1973 = 100).

* Pays membres de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (Algérie, Arabie Saoudite, Emirats Arabes Unis, Equateur, Gabon, Indonésie, Iran, Irak, Koweït, Libye, Nigeria, Qatar, Venezuela) plus Bahreïn et Oman.

l'échange de l'OPEP étaient encore supérieurs de quelque 110%, en 1978, à leur niveau de 1973 et inférieurs de 11% seulement à celui de 1974.

Les considérations qui précèdent s'appliquent aux pays de l'OPEP dans leur ensemble. Comme le fait ressortir toutefois le tableau de la page précédente, l'évolution des balances des paiements courants a été sensiblement différente, à partir de 1974, selon qu'il s'agit de pays à capacité d'absorption relativement forte ou de pays à capacité d'absorption relativement faible. Les premiers, c'est-à-dire les pays où le revenu pétrolier par habitant est relativement bas, n'ont bénéficié d'un excédent substantiel qu'en 1974, où il a progressé de \$1 milliard à \$27 milliards. Au cours des trois années suivantes, le solde actif consolidé a été en moyenne de l'ordre de \$5,5 milliards, cependant qu'un déficit de \$10 milliards apparaissait en 1978. En revanche, les seconds (Arabie Saoudite, Koweït, Libye, Qatar, Emirats Arabes Unis, Bahreïn et Oman) ont enregistré en moyenne un excédent de \$29 milliards de 1974 à 1977; à noter qu'en 1978 il s'élevait encore à \$10 milliards. L'abondance relative des ressources financières, telle qu'elle ressort de la situation des opérations courantes, a joué, semble-t-il, un rôle déterminant – mais certainement pas unique – dans la différence de comportement des deux groupes sur le plan des importations. En 1974 et 1975, le volume des achats à l'étranger s'est accru annuellement de 40% environ dans l'un et l'autre groupes; par la suite, cependant, les tendances ont fortement divergé. Les pays qui continuaient à dégager des excédents substantiels en compte courant ont maintenu une croissance vigoureuse de leurs importations en volume, dont le rythme d'expansion, en dépit d'une tendance au fléchissement, a été en moyenne de 22% par an de 1976 à 1978 compris. Dans les autres pays de l'OPEP, par contre, le taux de croissance des importations en volume a fléchi de manière substantielle après 1975, pour se situer en moyenne à 8% seulement jusqu'en 1978.

La conversion en importations du surcroît des revenus tirés du pétrole a fortement affecté la structure des ressources offertes aux économies des pays de l'OPEP. Ces changements, qui ont notablement accru l'emprise de ces pays sur la production mondiale, peuvent être illustrés à l'aide de quelques estimations approximatives. En 1973, les achats à l'étranger représentaient quelque 25% du montant total des dépenses en biens et services des pays de l'OPEP. Cinq ans plus tard, alors que ces dépenses, mesurées à prix constants, avaient augmenté de 80% selon les estimations, il semble que la part des biens et services en provenance de l'étranger se soit élevée à 40%. Autrement dit, les pays de l'OPEP sont parvenus à porter jusqu'à 4% en 1978 la part de leurs dépenses dans le produit national brut du monde (pays socialistes mis à part) alors qu'elle était de 2,5% en 1973. Cette attribution d'une «plus grosse part du gâteau» signifie que 8% environ de l'expansion de la production du monde importateur de pétrole entre 1973 et 1978 ont été transférés aux pays de l'OPEP.

Afin d'examiner de plus près la contrepartie, dans le reste du monde, de la réduction de l'excédent de l'OPEP après 1974, on a comparé, dans le tableau ci-après, les balances commerciales des principaux pays développés et des autres groupes de pays importateurs de pétrole en 1973 et en 1978, en tentant d'évaluer l'incidence exercée sur leur économie par les hausses du prix du pétrole, ainsi que la croissance des importations de marchandises qui en est résultée pour les pays de l'OPEP. Les importations nettes de brut et de produits pétroliers de ces pays et groupes, ainsi que leurs exportations à destination de l'OPEP, sont englobées sous la rubrique «solde net des échanges

**Pays importateurs de pétrole: variations des
composantes de la balance commerciale
entre 1973 et 1978 (estimations)**

Pays et zones	Soldes commerciaux ¹ (f.o.b.)		Variations				
	1973	1978	solde commercial I = IV + V	importations nettes de pétrole ² II	exportations vers l'OPEP III	solde net des échanges commerciaux vis-à-vis de l'OPEP IV = II + III	solde commercial résiduel V = I - IV
en milliards de dollars EU							
Allemagne fédérale	15,8	25,4	9,6	- 8,9	10,0	1,1	8,5
Canada	1,9	2,5	0,6	- 2,1	1,1	- 1,0	1,6
Etats-Unis	0,8	-28,5	-29,3	-30,9	13,0	-17,9	-11,4
France	1,1	- 2,4	- 3,5	- 7,5	4,7	- 2,8	- 0,7
Italie	- 3,4	5,6	9,0	- 5,8	5,8	0,0	9,0
Japon	3,9	26,4	22,5	-16,4	11,4	- 5,0	27,5
Pays-Bas	1,8	- 0,1	- 1,9	- 1,8	1,9	0,1	- 2,0
Royaume-Uni	- 4,8	- 2,2	2,6	- 0,8	6,3	5,5	- 2,9
Suède	2,3	2,7	0,4	- 1,7	0,9	- 0,8	1,2
Suisse	- 1,8	0,4	2,2	- 0,9	1,6	0,7	1,5
UEBL	2,1	- 1,1	- 3,2	- 1,6	1,7	0,1	- 3,3
Total	20	29	9	-78	58	-20	29
Autres pays développés ³ . .	-11	-20	- 9	-10	6	- 4	- 5
Pays en développement non producteurs de pétrole . .	- 3	-19	-16	-10	8	- 2	-14

¹ Sur la base des statistiques douanières. ² Pétrole et produits pétroliers (CTCI 33). ³ Pour le classement des pays, se référer au tableau de la page 103.

commerciaux vis-à-vis de l'OPEP». L'adoption de cette méthode est guidée par le fait qu'en 1973 et 1978 l'OPEP a été le seul gros exportateur net de pétrole, à telle enseigne que les pays importateurs de brut pris dans leur ensemble n'ont été en mesure de compenser l'alourdissement de leur facture pétrolière qu'en développant leurs ventes aux pays de l'OPEP. Les variations des soldes commerciaux résiduels indiquées dans le tableau correspondent aux variations des soldes commerciaux globaux résultant des modifications dans les échanges commerciaux entre pays importateurs de pétrole.

Le tableau montre qu'en 1978 l'excédent cumulé du commerce extérieur de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse a été sensiblement plus élevé qu'en 1973 en dollars courants, de même que les déficits consolidés des échanges commerciaux de chacun des deux autres grands ensembles de pays importateurs de pétrole. Alors que, dans les trois groupes de pays importateurs de pétrole, la balance des échanges commerciaux avec l'OPEP s'était, en chiffres nets, détériorée en 1978 par rapport à 1973, il est certain que la majeure partie des changements survenus au cours de ces cinq années dans le solde global consolidé des balances commerciales de ces pays a eu sa source dans les échanges commerciaux résiduels, c'est-à-dire dans les transactions commerciales entre pays importateurs de pétrole.

L'évolution du solde du commerce extérieur des différents pays du Groupe des Dix et de la Suisse avec l'OPEP fait apparaître des tendances très divergentes au cours de la période 1974-78. Trois d'entre eux - Royaume-Uni, Allemagne et Suisse - ont obtenu des améliorations notables; le Royaume-Uni y est parvenu grâce à une réduction de 64% de ses importations nettes de pétrole lorsque la production pétrolière en Mer du Nord a été assurée de manière régulière, et l'Allemagne et la Suisse par le biais essentiellement de la vigoureuse expansion de leurs ventes aux pays de l'OPEP. Trois autres pays - Etats-Unis, Japon et France - ont vu pendant ce temps s'aggraver le solde de leurs échanges commerciaux avec les pays de l'OPEP. La dégradation de loin la plus importante, avec près de \$18 milliards, a été le fait des Etats-Unis, dont les achats nets de pétrole en volume se sont accrus de 34% en 1978 par rapport à 1973. En France, la diminution de 13% du volume des importations de pétrole s'est accompagnée d'une progression relativement faible des exportations vers les pays de l'OPEP, tandis qu'au Japon, où le volume des achats nets de pétrole a été inférieur de 3½% en 1978 à celui de 1973, le développement considérable (plus de \$11 milliards) des ventes aux pays de l'OPEP n'a pas permis de compenser les effets néfastes du renchérissement du pétrole sur le montant de la facture pétrolière. Les autres pays du Groupe des Dix n'ont pratiquement enregistré aucun changement en 1978, par comparaison avec 1973, dans le solde de leur balance commerciale vis-à-vis de l'OPEP; le Canada est devenu toutefois importateur net de pétrole, tandis que certains autres pays ont sensiblement réduit le volume de leurs importations nettes de brut pendant cette période.

Deux observations générales peuvent être faites au sujet de l'ajustement au premier choc pétrolier après 1974. D'une part, le fait que l'excédent courant cumulé des pays de l'OPEP avait disparu en 1978 montre que, dans l'ensemble des pays importateurs, l'incidence des hausses de 1973 sur la balance des paiements avait été en grande partie absorbée. D'autre part, les déséquilibres considérables relevés en 1978 dans les opérations courantes de certains pays du Groupe des Dix indiquent en partie que les divers pays ont réagi différemment au choc pétrolier de 1973. Le déficit des paiements courants des Etats-Unis en 1978 a résulté, pour une part, de l'augmentation du volume des achats nets de pétrole de ce pays entre 1973 et 1978 ainsi que de la poursuite, par les autorités américaines, d'une politique interne fortement expansionniste à partir de 1975. De même, du côté des pays excédentaires, l'ampleur des surplus en compte courant dégagés par l'Allemagne et le Japon en 1978 est le résultat partiel de la politique plus prudente suivie par ces pays en ce qui concerne la demande, au lendemain de la hausse des prix du pétrole de 1973 et au cours des années suivantes.

Quant aux perspectives d'ajustement au choc pétrolier de 1979, l'adoption, par la plupart des pays de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse, de politiques de freinage de la demande limitera probablement leurs achats de pétrole à l'OPEP. Cette attitude devrait, par elle-même, tendre à réduire quelque peu l'excédent des paiements courants des pays de l'OPEP, et entraîner également, dans les principaux pays industrialisés, un certain ralentissement de la demande de produits en provenance de pays en développement non producteurs de pétrole. De ce fait, la part de ces derniers dans la contrepartie de l'excédent de l'OPEP pourrait s'accroître. Mais on ne saurait dire avec certitude quand et dans quelle mesure cette évolution sera susceptible d'influer de manière sensible sur la structure globale des paiements courants. Le principal enseignement qu'on peut toutefois tirer du processus d'ajustement postérieur à 1974 est qu'un retour à une

structure mondiale des paiements mieux équilibrée dépendra essentiellement de la reprise de l'expansion du volume des importations des pays de l'OPEP. Faut de quoi, il n'y a guère d'espoir de voir se réaliser rapidement un processus d'ajustement, à moins que les termes de l'échange ne se renversent sensiblement en faveur des pays importateurs de pétrole ou que la dépendance à l'égard des pays de l'OPEP, en ce qui concerne l'approvisionnement en énergie, ne se réduise fortement.

Evolution des balances des paiements dans les pays industriels en 1979

Indépendamment des répercussions de la hausse du prix du pétrole, les faits saillants de l'année 1979 en ce qui concerne l'évolution des balances des paiements ont été les changements considérables intervenus dans les trois principaux pays industriels qui ont éliminé ou inversé les déséquilibres antérieurs des transactions courantes. Ces ajustements, dont l'incidence s'est ajoutée à celle du relèvement des prix du brut, ont résulté à la fois des fluctuations ayant affecté précédemment les taux de change et des modifications de la pression relative de la demande dans les différents pays.* La première partie de cette section examine le cas de ces pays et celui de la Suisse, où un ajustement substantiel a également été réalisé. On a classé dans un deuxième groupe des pays industrialisés sans déséquilibre de paiements notable avant 1979, mais qui ont enregistré, l'an dernier, une détérioration sensible, qui ne s'explique pas entièrement par le renchérissement des prix du pétrole. Dans un troisième groupe, les variations du solde en compte courant ont été relativement modestes en 1979, malgré la hausse des prix pétroliers.

Pays ayant réalisé un ajustement substantiel en 1979. En 1979, les trois plus importants pays industriels – Etats-Unis, Japon et Allemagne – ont éliminé ou inversé les déséquilibres antérieurs de leur balance des paiements courants. La Suisse, également, a réduit son excédent des opérations courantes. En outre, ces pays ont enregistré des modifications sensibles dans leurs mouvements de capitaux qui ont, en général, amplifié les variations des transactions courantes. Le tableau ci-après contient des statistiques globales qui illustrent les ajustements en compte courant réalisés par les trois plus grandes puissances économiques; les chiffres relatifs à la balance générale des paiements sont indiqués au tableau de la page 108.

* Dans certains cas où il a semblé utile de le faire et pour lesquels on disposait de statistiques, on s'est efforcé d'évaluer quantitativement l'incidence relative de chacun de ces deux facteurs sur l'évolution de la balance des opérations courantes. Voici, brièvement résumée, la méthode utilisée. Tout d'abord, on a déduit des transactions courantes le solde total du revenu des investissements et des transferts unilatéraux, car ces postes ne réagissent pas à l'évolution de la situation économique de la même manière que la balance des échanges commerciaux de biens et autres services. Ensuite, on a séparé les variations du solde des biens et autres services en deux parties correspondant respectivement aux variations en volume et en prix. Enfin, on a essayé de décomposer la variation en volume pour faire apparaître séparément les changements résultant de l'évolution conjoncturelle (dans le pays concerné et dans les autres pays) et ceux qui sont dus aux variations des taux de change ou à d'autres facteurs. Pour évaluer la composante conjoncturelle, on a analysé à l'aide de statistiques les répercussions des variations cycliques antérieures sur le solde en volume. A moins qu'il n'y ait d'autres influences évidentes, la fraction de la variation en volume qui ne peut donc être attribuée à des influences d'ordre conjoncturel est imputée aux fluctuations des taux de change. La variation en prix est également, dans certains cas, répartie entre les répercussions du prix du pétrole, des taux de change et d'autres facteurs.

**Composantes des principaux ajustements en compte courant
réalisés en 1979**

Pays	Solde des opérations courantes		Variations entre 1978 et 1979					
			Biens et services ¹			Revenu net des investissements	Transferts nets	Total
	1978	1979	volume ²	prix ²	valeur			
en milliards de dollars EU								
Etats-Unis	-13,5	- 0,3	12,0	- 9,0	3,0	10,7	- 0,5	13,2
Japon	16,5	- 8,6	-12,0	-13,5	-25,8	1,1	- 0,4	-25,1
Allemagne fédérale	8,9	- 5,8	- 6,0	- 6,0	-12,1	0,0	- 2,6	-14,7

¹ Autres que le revenu des investissements. ² Estimations, chiffres arrondis au demi-milliard de dollars le plus proche.

En 1979, les changements les plus considérables en matière de balance des paiements se sont produits aux *Etats-Unis*. Le déficit en compte courant, qui avait atteint \$14 milliards environ tant en 1977 qu'en 1978, a été quasiment éliminé. De surcroît, malgré le déficit accusé en 1979 par les mouvements de capitaux identifiés, le solde actif du poste «erreurs et omissions» a été suffisamment important (\$28,7 milliards) pour faire apparaître clairement, au total, des entrées nettes de capitaux qui ont partiellement compensé les fortes hémorragies des deux années précédentes. C'est pourquoi les Etats-Unis ont obtenu en 1979 un excédent de \$14,4 milliards de leur balance générale des paiements, dont le solde est défini comme correspondant à l'accroissement des avoirs de réserve des Etats-Unis, déduction faite de l'augmentation des engagements de ce pays envers des institutions officielles étrangères (voir tableau page 108). Cet excédent était le premier jamais enregistré en un an depuis 1969, et ce après deux années déficitaires à concurrence de plus de \$30 milliards chacune.

Les déficits des paiements courants dégagés en 1977 et 1978 par les Etats-Unis n'étaient pas considérables, compte tenu de la dimension de l'économie américaine, puisqu'ils représentaient moins de 0,75% du produit national brut. Mais le fait qu'ils étaient accompagnés d'abondantes sorties nettes de capitaux a été la cause essentielle de la dépréciation du dollar ces deux années-là et de l'incertitude qui a régné de ce fait sur les marchés des changes. L'amélioration sensible, l'an dernier, de la balance des paiements des Etats-Unis a donc été à l'origine, non seulement du raffermissement de la monnaie américaine, mais aussi du retour généralisé à de meilleures conditions sur les marchés de change.

Le redressement du solde des transactions courantes a été favorisé, en 1979, par l'évolution conjoncturelle – accélération de la demande dans les autres pays industriels et ralentissement du taux de croissance aux Etats-Unis – ainsi que par la dépréciation du dollar de 1977 et 1978, dont les effets sont apparus clairement l'an dernier. L'influence du taux de change s'est fait le plus sentir dans la progression de \$10,7 milliards des revenus nets des investissements, qui sont passés à \$32,3 milliards. L'augmentation de \$22,4 milliards des recettes brutes tirées des investissements s'explique essentiellement par le fait que la dépréciation du dollar et le renchérissement du pétrole ont entraîné des hausses substantielles des prix en dollars des biens et services produits par les entreprises américaines implantées à l'étranger – c'est ainsi que l'indice de la valeur unitaire des exportations mondiales, calculée en dollars, a progressé de

19½% en 1979, contre 11% en 1978. Du côté du passif, les versements aux non-résidents de revenus tirés des investissements ont eux aussi fortement augmenté par suite de la montée des taux d'intérêt aux Etats-Unis.

Le déficit des biens et services autres que le revenu des investissements s'est contracté de \$30 milliards en 1978 à \$27 milliards en 1979, malgré l'augmentation de \$17,3 milliards des importations de pétrole. Cette évolution favorable est attribuable, à concurrence de quelque \$12 milliards, à une progression en volume, dans laquelle les facteurs conjoncturels et de taux de change ont joué un rôle. La détérioration des termes de l'échange, due à la fois à la dépréciation antérieure du dollar et à la hausse des prix pétroliers, a toutefois neutralisé en grande partie cette amélioration en volume.

L'évolution de la balance des mouvements de capitaux identifiés pour 1979 met en lumière deux faits marquants: la réduction à \$14 milliards du montant total des sorties nettes – soit un chiffre inférieur de moitié environ à celui de 1978 – par suite du renforcement de la confiance dans le dollar; les variations sensibles de la balance des mouvements d'entrées et de sorties de capitaux survenues dans le courant de l'année, et imputables surtout à l'irrégularité du redressement du dollar. Pour l'ensemble de l'année, le changement le plus considérable dans les mouvements de capitaux a été le renversement du solde des flux de fonds déclarés par les banques sises aux Etats-Unis, qui est passé de \$16 milliards de sorties en 1978 à \$6,6 milliards d'entrées en 1979. Ce revirement a été en partie compensé par la progression des sorties nettes au titre des investissements directs (\$17,1 milliards, contre \$10,4 milliards en 1978), qui résulte essentiellement du réinvestissement de bénéfices accrus réalisés à l'étranger par les sociétés américaines. La contraction du montant total des sorties nettes identifiées a été fortement amplifiée par l'augmentation très substantielle du solde positif du poste «erreurs et omissions», qui est passé de \$10,7 milliards à \$28,7 milliards; cette dernière évolution est certainement due en grande partie aux entrées de capitaux non identifiées.

Les variations en 1979 des mouvements de capitaux, en chiffres nets, se sont manifestées surtout dans le secteur bancaire. Au cours des cinq premiers mois de l'année, lorsque le dollar se renforçait sur le marché des changes, les entrées nettes de fonds par le canal des banques se sont élevées à quelque \$20 milliards. Au cours des quatre mois suivants, avec le nouvel accès de faiblesse de la monnaie américaine, des sorties nettes de capitaux bancaires ont été enregistrées, qui firent place cependant, en octobre et en novembre, à \$7 milliards environ d'entrées nettes, à la suite du durcissement de la politique monétaire des Etats-Unis. Enfin, en décembre, on a noté quelque \$14 milliards de sorties nettes par l'intermédiaire des banques, dues pour une part à des motifs d'ordre saisonnier.

Les statistiques relatives au premier trimestre de 1980 font apparaître une certaine détérioration de la balance des paiements courants. Le déficit désaisonnalisé des échanges commerciaux s'est élevé à \$12,2 milliards environ, contre \$7,4 milliards en moyenne trimestrielle pour 1979; cette évolution témoigne clairement d'un déficit en compte courant, dont l'aggravation a été due à l'accroissement des importations de produits énergétiques. En revanche, on a noté d'importantes entrées de capitaux, et la balance générale s'est soldée par un excédent de quelque \$10 milliards.

Au Japon, également, un ajustement considérable est intervenu en 1979 dans la balance des paiements. L'excédent des paiements courants, qui était de \$16,5 milliards en 1978, a fait place à un déficit de \$8,6 milliards, revirement qui correspond à 2½% du produit national brut. En outre, les sorties nettes de capitaux à long terme, pour un montant de \$13 milliards, se sont quelque peu accrues par rapport à 1978, de sorte que la balance de base est passée d'un excédent de \$4,1 milliards à un déficit considérable de \$21,6 milliards, équivalant à 2% du produit national brut. Ce déficit a été couvert pour une part importante par des entrées nettes de fonds à court terme de \$8,9 milliards (y compris le solde du poste «erreurs et omissions») et par voie de prélèvement sur les réserves officielles qui, si l'on exclut l'incidence des variations de change, ont fléchi de \$12,7 milliards.

Cet ajustement spectaculaire de la situation des paiements a été dû à la conjonction de plusieurs facteurs qui constituaient, pour certains, des réactions aux excédents élevés dégagés en 1977 et 1978. En ce qui concerne le compte courant, la pression de la demande au Japon s'est accrue sous l'effet d'une politique budgétaire expansionniste; en termes réels, les importations se sont ainsi trouvées stimulées et les exportations freinées, de sorte que, pour la première fois depuis fort longtemps, le volume des exportations japonaises de marchandises s'est inscrit en léger recul. Il est vrai que, dans les autres pays de l'OCDE, la pression de la demande s'accélérait également dans l'ensemble, mais ce facteur n'a vraisemblablement compensé que pour une faible part l'incidence de la reprise de l'activité interne. En définitive, la contribution du facteur volume à la modification du solde des transactions courantes s'est élevée à \$12 milliards environ, et cette modification peut raisonnablement être attribuée pour l'essentiel à l'évolution de la conjoncture; l'appréciation du yen au cours des deux années précédentes semble avoir surtout fait sentir ses effets en 1978.

A cette variation en volume, il faut ajouter la détérioration des termes de l'échange qui s'est amorcée à la fin de 1978 lorsque le yen s'est mis à se déprécier très fortement à partir de ses niveaux élevés du mois d'octobre. Si, par le passé, il était normal que le yen s'apprécie tant que la balance des transactions courantes était excédentaire, l'ouverture sur l'étranger du marché financier de Tokyo s'est cependant traduite par l'apparition d'un déficit substantiel de la balance de base au quatrième trimestre de 1978, alors que le compte courant continuait de dégager un excédent. La dépréciation de la monnaie eut immédiatement des retombées néfastes sur les termes de l'échange, tandis qu'on a vainement attendu en 1979 ses répercussions positives sur le volume des importations et des exportations. Naturellement, les termes de l'échange se sont également ressentis de la hausse des prix du pétrole, qui a accru de près de \$9 milliards, l'an dernier, la facture des importations japonaises.

Sur le plan des mouvements de capitaux, les sorties nettes de fonds à long terme se sont poursuivies, l'année passée, à la cadence fortement accélérée qui s'était instaurée en 1978; elles ont atteint \$13 milliards, dont \$9,6 milliards sous forme d'investissements de portefeuille, prêts compris. Leur répartition n'a pas été uniforme dans le temps et elles ont, d'une façon générale, coïncidé avec les fluctuations du taux de change. Ainsi, dans les cinq premiers mois de l'année, elles se sont élevées à \$6,6 milliards, alors que le yen restait constamment faible par rapport au dollar. De juin à septembre, le marché des changes ayant recouvré un certain calme, les sorties de capitaux à long terme sont tombées à \$2,3 milliards. La monnaie japonaise a de nouveau été

soumise à des pressions en octobre et en novembre, et les sorties nettes se sont chiffrées à \$3,3 milliards, puis la situation s'est apaisée en décembre et les transferts de fonds à l'étranger ont atteint \$0,8 milliard. Les mouvements de capitaux à court terme se sont soldés par \$6,3 milliards d'importations, compte tenu d'un renforcement de \$4 milliards du montant net des engagements extérieurs à court terme des banques. Il est probable que ces entrées de fonds ont revêtu en grande partie la forme de crédits supplémentaires contractés pour financer les achats de pétrole à l'étranger. En outre, le poste «erreurs et omissions» a fait apparaître un solde favorable de \$2,6 milliards.

Au premier trimestre de 1980, le solde passif des transactions courantes s'est encore accru, pour atteindre \$6 milliards. La balance des mouvements de capitaux à long terme s'est cependant soldée par \$1,2 milliard d'entrées, et les capitaux à court terme et le poste «erreurs et omissions», considérés ensemble, ont été également excédentaires. Il en est résulté, dans l'ensemble, un fléchissement de \$1,6 milliard des avoirs monétaires officiels nets, après exclusion de l'incidence des variations de change.

Comme le Japon, l'Allemagne a enregistré l'an dernier un déficit en compte courant, le premier depuis 1965. L'excédent de \$8,9 milliards en 1978 a fait place, en effet, à un déficit de \$5,8 milliards en 1979, soit un revirement correspondant environ à 2% du produit national brut allemand. Les mouvements de capitaux ont fait apparaître un excédent de \$5,6 milliards en 1979, mais l'évolution défavorable du solde du poste «erreurs et omissions» reflète la diminution de \$2,4 milliards des avoirs monétaires officiels nets au cours de l'année, avant ajustement pour tenir compte des variations de change.

Comme le montre le tableau de la page 98, les composantes volume et prix de l'ajustement des transactions courantes de l'Allemagne ont été d'une ampleur identique. La détérioration en volume, qui s'est chiffrée à environ \$6 milliards, a résulté de la reprise conjoncturelle intervenue en Allemagne (partiellement compensée par le redressement de l'activité dans d'autres pays industriels), de l'appréciation du deutsche mark et de la reconstitution des stocks de pétrole brut. Selon toute vraisemblance, si l'on se fonde sur l'analyse statistique telle que décrite dans la note de la page 97, les facteurs conjoncturels et l'évolution du taux de change ont contribué pour des montants à peu près égaux à cette variation en volume. A cette dernière est venu s'ajouter, à concurrence de \$6 milliards, l'effet, dans un sens défavorable de la composante prix, imputable pour beaucoup au renchérissement du pétrole.

La détérioration de la situation des transactions courantes en 1979 a été particulièrement marquée dans trois domaines. Tout d'abord, le déficit des échanges de pétrole et de produits pétroliers s'est élargi de \$9,8 milliards, pour atteindre \$24,5 milliards; cette aggravation s'explique non seulement par la hausse des prix du pétrole, mais aussi par la progression de 3½% du volume des importations de brut et de produits pétroliers. Ensuite, un changement considérable s'est effectué sur le plan des dépenses touristiques, le déficit habituel s'étant accru de \$2,7 milliards, pour s'établir à \$12,2 milliards. Enfin, le solde passif des transferts unilatéraux a progressé de \$2,6 milliards et s'inscrit à \$11,3 milliards.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, les entrées nettes ont augmenté au total, entre 1978 et 1979, de \$3,2 milliards à \$5,6 milliards, malgré l'appréciation beaucoup plus faible du deutsche mark par rapport au dollar en 1979. En outre,

Allemagne fédérale: flux de capitaux identifiés,
1979-80 (chiffres nets)*

Flux de capitaux identifiés (chiffres nets)	1979						1980 janvier - mars
	janvier - mai	juin - août	septembre	octobre - novembre	décembre	année entière	
en milliards de dollars EU							
Court terme	- 8,7	2,6	5,5	- 3,8	4,2	- 0,2	- 0,1
Long terme	0,0	4,9	1,6	- 1,3	0,6	5,8	- 2,8
Total	- 8,7	7,5	7,1	- 5,1	4,8	5,6	- 2,9

* Transactions bancaires et non bancaires.

comme aux Etats-Unis, des fluctuations accentuées ont affecté la balance des mouvements de capitaux dans le courant de l'année, par suite, dans une large mesure, de l'évolution sur le marché des changes. Ces phénomènes sont résumés dans le tableau ci-dessus. Les entrées nettes de ressources à long terme se sont montées à \$5,8 milliards, contre \$1,4 milliard de sorties nettes en 1978. Cette évolution s'explique essentiellement par l'afflux des crédits et prêts à long terme, qui ont atteint \$8,8 milliards, l'an dernier, et ont principalement revêtu la forme de nouveaux emprunts effectués par les banques sises en Allemagne pour pallier le resserrement des conditions de crédit sur le marché intérieur. Ce renversement des flux de fonds à long terme a été plus que suffisant pour compenser le changement intervenu dans le poste des mouvements de capitaux à court terme, où des sorties nettes d'un faible montant ont succédé à \$4,6 milliards d'entrées nettes. En ce qui concerne la répartition dans le temps de ces flux de capitaux, on note d'abondantes sorties de fonds au cours des cinq premiers mois de l'année, en raison du redressement du dollar. En juin, le dollar a commencé à s'affaiblir et, ce même mois, ainsi qu'en juillet et en août, on a assisté à des reflux. Les anticipations concernant la réévaluation du deutsche mark au sein du Système monétaire européen ont provoqué, en septembre, une accélération des entrées. La réévaluation eut lieu le 24 septembre, mais il est quasiment certain que les chiffres indiqués au tableau sous-estiment l'ampleur des fonds qui ont afflué en Allemagne en prévision du réalignement. Le dénouement ultérieur des positions, ainsi que l'orientation plus restrictive de la politique monétaire aux Etats-Unis, entraînent des sorties de capitaux en octobre et en novembre mais, sous l'influence de facteurs saisonniers, les fonds recommencèrent à affluer en décembre.

Au premier trimestre de 1980, le déficit global atteignait malgré tout \$7,9 milliards - soit trois fois plus que celui de l'ensemble de 1979. Le déficit en compte courant s'était élargi à \$3 milliards et, en dépit de l'assouplissement des contrôles sur les entrées de capitaux en Allemagne, les sorties nettes de fonds de caractère autonome se sont élevées à \$2,9 milliards, ce qui reflétait le niveau très élevé des taux d'intérêt aux Etats-Unis. De même, le poste «erreurs et omissions» a fait apparaître un solde défavorable de \$2 milliards. Le déficit a été financé essentiellement par un prélèvement de \$6,3 milliards sur les réserves, mais aussi par des emprunts officiels, pour environ DM 3 milliards, auprès de l'Institut monétaire d'Arabie Saoudite.

L'excédent persistant des transactions courantes de la Suisse qui, en 1978, avait atteint \$4,4 milliards, soit 5% du produit national brut, a été ramené à \$2,5 milliards

Transactions courantes dans le monde¹

Pays et zones	Balance commerciale (f.o.b.)			Services et transferts			Balance des transactions courantes		
	1977	1978	1979	1977	1978	1979	1977	1978	1979
	en milliards de dollars EU								
Allemagne fédérale	19,8	25,6	17,3	- 15,5	- 16,7	- 23,1	4,3	8,9	- 5,8
Canada*	2,5	3,0	3,4	- 6,6	- 7,8	- 7,7	- 4,1	- 4,6	- 4,3
Etats-Unis	- 30,9	- 33,8	- 29,5	16,8	20,3	29,2	- 14,1	- 13,5	- 0,3
France	- 2,4	1,5	- 1,3	- 0,6	2,2	2,8	- 3,0	3,7	1,5
Italie*	- 0,1	2,9	- 1,0	2,6	3,3	6,1	2,5	6,2	5,1
Japon*	17,3	24,6	2,0	- 6,4	- 8,1	- 10,6	10,9	16,5	- 8,6
Pays-Bas*	- 0,1	- 0,9	- 1,2	0,7	- 0,5	- 1,1	0,6	- 1,4	- 2,3
Royaume-Uni	- 3,9	- 2,9	- 6,9	3,6	4,7	1,9	- 0,3	1,8	- 5,0
Suède	0,3	2,6	0,9	- 2,4	- 2,9	- 3,4	- 2,1	- 0,3	- 2,5
Suisse*	- 0,1	0,2	- 2,2	3,5	4,2	4,7	3,4	4,4	2,5
UEBL*	- 1,4 ²	- 1,2 ²	- 3,3 ²	0,7	0,3	- 0,5	- 0,7	- 0,9	- 3,8
<i>Groupe des Dix et Suisse</i>	<i>1,0</i>	<i>21,6</i>	<i>- 21,8</i>	<i>- 3,6</i>	<i>- 0,8</i>	<i>- 1,7</i>	<i>- 2,6</i>	<i>20,8</i>	<i>- 23,5</i>
Afrique du Sud*	2,5	3,8	6,2	- 2,0	- 2,3	- 2,5	0,5	1,5	3,7
Australie	1,0	0,1	2,5	- 3,6	- 3,9	- 4,6	- 2,6	- 3,8	- 2,1
Autriche*	- 3,9	- 3,1	- 3,9	0,9	1,6	2,0	- 3,0	- 1,5	- 1,9
Danemark*	- 2,7	- 2,4	- 3,4	1,0	0,9	0,4	- 1,7	- 1,5	- 3,0
Espagne*	- 6,2	- 4,0	- 5,5	4,0	5,6	6,5	- 2,2	1,6	1,0
Finlande	0,5	1,2	0,6	- 0,7	- 0,6	- 0,9	- 0,2	0,6	- 0,3
Grèce*	- 3,2	- 3,5	- 5,2	1,9	2,2	2,9	- 1,3	- 1,3	- 2,3
Irlande*	- 0,8	- 1,0	- 2,2	0,5	0,7	0,6	- 0,3	- 0,3	- 1,6
Israël	- 2,2	- 2,8	- 3,0	1,7	1,8	1,8	- 0,5	- 1,0	- 1,2
Norvège	- 4,0	- 0,5	0,1	- 1,0	- 1,6	- 1,3	- 5,0	- 2,1	- 1,2
Nouvelle-Zélande*	0,2	0,6	0,7	- 0,8	- 1,0	- 1,2	- 0,6	- 0,4	- 0,5
Portugal	- 2,5	- 2,4	- 2,7	1,0	1,6	2,8	- 1,5	- 0,8	0,1
Turquie	- 3,5	- 1,9	- 2,3	0,1	0,4	0,9	- 3,4	- 1,5	- 1,4
Yougoslavie*	- 3,6	- 3,5	- 5,3	2,0	2,2	1,9	- 1,6	- 1,3	- 3,4
<i>Autres pays développés</i>	<i>- 28,4</i>	<i>- 19,4</i>	<i>- 23,4</i>	<i>5,0</i>	<i>7,6</i>	<i>9,3</i>	<i>- 23,4</i>	<i>- 11,8</i>	<i>- 14,1</i>
<i>Total des pays développés</i>	<i>- 27,4</i>	<i>2,2</i>	<i>- 45,2</i>	<i>1,4</i>	<i>6,8</i>	<i>7,6</i>	<i>- 26,0</i>	<i>9,0</i>	<i>- 37,6</i>
Pays exportateurs de pétrole ³	62	42	112	- 36	- 42	- 49	26	0	63
Autres pays en voie de développement	- 10	- 20	- 33	- 1	- 5	- 5	- 11	- 25	- 38
<i>Total des pays en voie de développement</i>	<i>52</i>	<i>22</i>	<i>79</i>	<i>- 37</i>	<i>- 47</i>	<i>- 54</i>	<i>15</i>	<i>- 25</i>	<i>25</i>
Economies à planification centralisée ⁴	- 1	- 6	0	.	.	.	.	.	.

* Pour ces pays, les chiffres des «Services et transferts» excluent les revenus non distribués procurés par les investissements directs.

¹ Sur la base des transactions, sauf pour la Grèce et la Nouvelle-Zélande. ² Importations et exportations en partie c. a. f. ³ Pays de l'OPEP, plus Bahrein et Oman. ⁴ Pays d'Europe de l'Est, Union Soviétique et Chine; chiffres en partie estimés, calculés d'après les statistiques douanières.

l'an dernier. A ce recul de l'excédent en compte courant s'est ajouté un revirement bien plus ample des mouvements de capitaux (y compris les postes non identifiés), un solde actif de \$2,3 milliards ayant fait place à un déficit de \$7,5 milliards l'an dernier. Les autorités ont donc été amenées à financer un montant de \$5 milliards, compte non tenu des swaps de dollars avec les banques commerciales. Cette somme inclut une progression de \$1,2 milliard des avoirs officiels étrangers en francs suisses.

La demande réelle s'est accrue de 2,5% en Suisse, l'année passée; bien que cet accroissement ait été un peu moindre qu'en 1978, le volume net des importations de biens et de services a néanmoins continué de progresser, de quelque \$1,1 milliard, grâce en partie sans doute à la fermeté de la valeur externe du franc suisse. Les recettes nettes du tourisme, notamment, ont fléchi de 21%, à \$0,8 milliard, et le volume des importations de marchandises autres que les produits énergétiques s'est accru de 10%. Les termes de l'échange se sont, en outre, ressentis de l'influence défavorable, à hauteur de \$1,4 milliard environ, du renchérissement du pétrole. Au poste des opérations courantes, la seule amélioration notable s'est produite dans le domaine du revenu net des investissements, dont le solde est passé de \$3,5 milliards à \$4,1 milliards. En ce qui concerne les mouvements de capitaux, les exportations nettes par le canal des banques ont marqué une progression (\$9,8 milliards l'an dernier, contre \$3,5 milliards en 1978) et le solde des investissements de portefeuille à l'étranger a augmenté de \$1,3 milliard, pour se chiffrer à \$7,1 milliards, sous l'effet conjugué sans doute de la modicité des taux d'intérêt et des anticipations selon lesquelles la hausse du franc suisse resterait limitée. Les mouvements de fonds non identifiés se sont, en revanche, soldés par un afflux total de \$9,4 milliards en 1979, probablement sous la forme surtout de ressources à long terme.

Au premier trimestre de 1980, le déficit du commerce extérieur s'est monté à \$2 milliards, selon les statistiques douanières, contre \$2,8 milliards pour l'ensemble de l'année 1979. De plus, les avoirs monétaires officiels nets, à l'exclusion des swaps de dollars conclus avec les banques commerciales, ont fléchi de \$2,3 milliards.

Pays dont la situation des paiements s'est détériorée en 1979. Les pays examinés dans cette section sont le Royaume-Uni, l'Union économique belgo-luxembourgeoise et la Suède. Dans l'UEBL et en Suède, la balance des opérations courantes s'est sensiblement détériorée l'année dernière, tandis qu'au Royaume-Uni, malgré le renforcement des réserves et la vive appréciation de la livre, l'aggravation a porté sur la structure des paiements, tant en compte courant qu'en compte capital.

Parmi ces pays dont la situation des paiements courants n'avait pas fait ressortir de déséquilibre majeur en 1978, c'est au *Royaume-Uni* que la détérioration a été de loin la plus forte en 1979. Malgré l'intensification sensible de la production de pétrole et de gaz naturel de la Mer du Nord, les transactions courantes, excédentaires de \$1,8 milliard en 1978, se sont soldées l'an dernier par un déficit de \$5 milliards, auquel se sont ajoutées des sorties autonomes de capitaux à long terme pour un total de \$3,4 milliards. Malgré tout, les réserves officielles du Royaume-Uni se sont accrues de \$1,8 milliard (compte non tenu de l'incidence des variations de change et de l'allocation de DTS), l'endettement extérieur du secteur public a été réduit d'un même montant et le taux de change de la livre sterling s'est apprécié, en termes réels, de 9,8%. Cette évolution est due à l'incidence de l'afflux net de fonds à court terme, pour un montant total

de \$10,8 milliards, qui englobe notamment les engagements envers les autorités monétaires étrangères.

Sur le plan des opérations courantes, les ventes de pétrole et de gaz naturel de la Mer du Nord, déduction faite des coûts d'exploitation réglés en devises, sont intervenues à concurrence de \$8,9 milliards, soit \$5,2 milliards de plus que le montant net de 1978. La dégradation notée dans les autres postes des transactions courantes s'est donc élevée à \$12 milliards, en dépit d'une évolution favorable des termes de l'échange due surtout à l'appréciation de la livre. Ainsi, le déficit du commerce extérieur, compte non tenu de l'incidence du pétrole de la Mer du Nord, est passé de \$8,7 milliards à \$19,8 milliards; l'excédent du revenu des investissements a fléchi de \$2 milliards à \$0,4 milliard, par suite surtout des transferts de bénéfices effectués par les sociétés étrangères opérant en Mer du Nord; en outre, le solde passif des transferts unilatéraux s'est élargi de \$1,4 milliard, pour atteindre \$5,1 milliards.

Le gros problème auquel doit faire face le Royaume-Uni en ce qui concerne ses opérations courantes est que les recettes tirées de la vente des ressources en pétrole et en gaz naturel, qui ne sont pas inépuisables, ont été jusqu'ici consommées plutôt qu'investies, soit à l'étranger sous la forme d'un excédent en compte courant, soit sur le plan interne; la part du produit intérieur brut consacrée à la consommation publique et privée n'a pas été plus faible en 1979 qu'en 1977, malgré la proportion croissante de la production énergétique de la Mer du Nord dans la production totale. Si l'on exclut l'activité en Mer du Nord, la contribution de la composante volume à la détérioration des paiements courants ressort pour 1979 à 3½% du produit intérieur brut.

Cette aggravation en volume a résulté pour l'essentiel de la frénésie des dépenses au Royaume-Uni en 1979: la consommation privée et publique s'est accrue au total de près de 3% du produit intérieur brut, et la reconstitution des stocks en a absorbé environ 2%. De surcroît, la production a parfois été freinée par des conflits sociaux au cours de l'année. Les effets exercés par ces facteurs sur la balance des paiements ont été cependant fortement amplifiés par la conjonction de la hausse du taux de change effectif de la livre, dont le niveau moyen est monté de 9,1% entre 1977 et 1979, et d'un rythme d'inflation supérieur à la moyenne. Les coûts unitaires de main-d'œuvre au Royaume-Uni se sont accrus de 23,6% entre 1977 et 1979 par rapport à la moyenne des coûts semblables, exprimés dans une monnaie commune, des autres pays; les autres indices de compétitivité révèlent d'ailleurs la même tendance. Le grief fait au pétrole de la Mer du Nord d'«évincer» le reste de l'économie britannique n'est donc peut-être pas dépourvu de fondement.

Comme il a déjà été indiqué, les mouvements de capitaux ont été principalement caractérisés par d'importantes sorties autonomes de fonds à long terme, accompagnées d'un afflux encore plus substantiel de ressources à court terme. Deux faits essentiels ressortent de l'évolution de la balance des mouvements de capitaux à long terme, qui s'est soldée par \$3,4 milliards de sorties nettes. En premier lieu, l'abolition du contrôle des changes, qui était appliqué depuis 1939 avec une rigueur variable, a provoqué des sorties estimées à \$4 milliards, sous forme surtout de remboursements d'emprunts en devises. Le second élément, qui a en partie compensé le mouvement précédent, est constitué par des ventes nettes de \$2,1 milliards de fonds d'Etat aux non-résidents. L'ampleur de ces dernières tient au niveau élevé des rendements offerts et au fait que le

Royaume-Uni, grâce au pétrole de la Mer du Nord, était relativement protégé des perturbations du marché pétrolier. Ces facteurs ont également été responsables pour une large part de l'afflux de fonds à court terme (\$10,8 milliards). Sur ce montant, quelque \$7,1 milliards sont venus renforcer les balances sterling, celles du secteur privé surtout, car les avoirs des détenteurs officiels n'ont augmenté que de \$1,6 milliard. En outre, les engagements nets en devises des banques envers l'étranger se sont accrus de \$3,1 milliards.

Au premier trimestre de 1980, le déficit des opérations courantes, corrigé des variations saisonnières, s'est élevé à \$1,6 milliard, comme au dernier trimestre de 1979. On note cependant une amélioration en volume, d'un trimestre à l'autre, qui a été annihilée par l'évolution défavorable des termes de l'échange. Les entrées autonomes de capitaux se sont poursuivies, et les réserves se sont gonflées de \$1,1 milliard, compte non tenu des variations de change et de l'allocation de DTS.

La balance des opérations courantes de l'*Union économique belgo-luxembourgeoise* s'est dégradée, également, de manière sensible l'an dernier, pour se solder par un déficit de \$3,8 milliards, soit 3,4% du produit national brut, contre \$0,9 milliard en 1978. En outre, les mouvements autonomes nets de capitaux ont été défavorables pendant presque toute l'année, et le franc belge s'est trouvé parfois soumis à des pressions au sein du Système monétaire européen. Après le réajustement des taux de change en septembre, cependant, les fonds ont reflué vers l'UEBL pendant un certain temps et, sur l'ensemble de l'année, les entrées autonomes de capitaux se sont élevées en chiffres nets à \$0,5 milliard.

La détérioration de la situation en compte courant s'explique pour l'essentiel par la vigueur de la demande interne, qui s'est accrue de 3,7% en partie à cause du renforcement substantiel des stocks, et par la hausse du prix du pétrole. Selon certains observateurs, la faiblesse de la position extérieure doit également être recherchée dans la moindre compétitivité des coûts et des prix de l'UEBL dans le commerce international, en raison notamment de l'appréciation effective du franc belge depuis 1972, année de son adhésion au «serpent». Les indices disponibles tendent toutefois à prouver que la capacité concurrentielle s'est améliorée tant en 1978 qu'en 1979. Certes, il se peut que l'évolution antérieure défavorable sur le plan de la concurrence ait continué d'exercer ses effets même après le retournement de la situation, mais il semble peu probable qu'elle compte pour une très grande part dans l'aggravation, correspondant à 2½% du produit national brut, de la balance des paiements courants l'an dernier. La structure de l'industrie belge a plus vraisemblablement eu une influence négative sur la balance des transactions courantes.

Par suite du déficit combiné des opérations courantes et des mouvements autonomes de capitaux, et aussi à cause du solde défavorable du poste «erreurs et omissions», les autorités ont été amenées à financer \$3,7 milliards par prélèvement sur leurs avoirs officiels. Ce financement a surtout été assuré par \$2,5 milliards d'emprunts en devises, nets de remboursements, y compris un montant de \$1,2 milliard fourni par le système bancaire national. En outre, les réserves ont fléchi de \$1,1 milliard, compte non tenu de l'allocation de DTS.

Le déficit courant de la *Suède*, qui avait été pratiquement éliminé en 1978, s'est brutalement élargi en 1979 à quelque \$2,5 milliards, soit 2,5% du produit intérieur

brut, et a donc contraint les autorités à un financement d'un montant appréciable. La détérioration de la situation des paiements courants a été due presque entièrement à l'augmentation (\$2,2 milliards) des importations nettes de combustibles minéraux. La hausse des prix du pétrole est intervenue dans ce montant pour \$1,6 milliard environ et, parallèlement, le volume des achats de pétrole raffiné s'est inscrit en forte reprise par rapport à son niveau exceptionnellement bas de 1978. Au déficit en compte courant s'est ajouté un solde défavorable du poste «erreurs et omissions» de \$0,4 milliard, plus que compensé par des entrées nettes de capitaux identifiés, de sorte que le montant total à financer s'est élevé à \$2,9 milliards, dont \$2,2 milliards ont été couverts par des emprunts à long terme contractés à l'étranger par le gouvernement, le reliquat ayant été financé par voie de prélèvement sur les réserves.

Evolution des balances de paiements dans les autres pays du Groupe des Dix en 1979. Le déficit en compte courant du *Canada* s'est légèrement contracté en 1979, revenant à \$4,3 milliards, mais représente cependant environ 2% du produit national brut pour la quatrième année de suite. Traditionnellement, ce déficit est financé par des entrées autonomes de capitaux à long terme; or, en 1978 et 1979, cet afflux n'a pas été suffisant pour empêcher l'apparition, dans la balance de base, compte non tenu des emprunts compensatoires contractés par les autorités, de soldes négatifs de \$4 milliards et \$2,9 milliards respectivement. Des entrées autonomes de capitaux à court terme se sont toutefois produites l'an dernier pour un montant très élevé, mais elles ont été en partie compensées par le solde négatif du poste «erreurs et omissions».

Depuis 1975, année où le premier de ces importants déficits consécutifs est apparu, les versements nets effectués au titre du revenu des investissements étrangers n'ont cessé de s'accroître. En 1979, ils se sont élevés à \$4,4 milliards, soit 2% du produit national brut. Les autres postes des opérations courantes se sont progressivement améliorés depuis 1976 pour, l'an dernier, dégager un excédent de \$0,2 milliard. Cette amélioration n'a toutefois pas été, de toute évidence, suffisamment rapide pour permettre un ajustement du déficit global des opérations courantes, malgré la dépréciation effective de 20,3% du dollar canadien entre 1976 et 1979 et la modicité relative du taux de croissance de l'économie canadienne depuis 1976. Il est possible que le principal obstacle à un ajustement ait été le fait que de nombreuses industries travaillant pour l'exportation et fabriquant des produits de remplacement des importations aient atteint les limites de leur capacité productive. S'il en est ainsi, la balance commerciale ne s'améliorera qu'avec la mise en œuvre de nouveaux programmes d'investissements; il se peut que, dans le passé, les bénéfices escomptés n'aient pas constitué une incitation suffisante pour les investisseurs. A l'appui de cette explication, on relève que, dans les industries de transformation travaillant surtout pour l'exportation, le ratio des commandes en carnet par rapport au montant total des ventes à l'étranger de produits manufacturés a augmenté de 60% environ entre 1977 et 1979.

Contrairement à ce qui s'est passé en 1978, lorsque le déficit en compte courant fut financé en majeure partie à l'aide d'emprunts officiels à l'étranger, on a enregistré, l'an dernier, un afflux considérable de capitaux autonomes d'un montant total de \$8,1 milliards, dont \$6,8 milliards à court terme. Ces mouvements ont pu être motivés en partie par la situation dont bénéficie le Canada sur le plan énergétique et par le sentiment que la baisse du dollar canadien sur le marché des changes touchait à sa fin.

Pays développés : balances des paiements, 1978-79

Pays	Année	Transactions nettes avec l'extérieur					
		Transactions courantes	Mouvements de capitaux ¹	Erreurs et omissions	Total	dont variations des réserves officielles ²	engagements envers des institutions officielles étrangères ³
en milliards de dollars EU							
Allemagne fédérale	1978	8,9	3,2	- 1,7	10,4	12,9	- 2,5
	1979	- 5,8	5,6	- 2,2	- 2,4	- 3,8	1,4
Autriche*	1978	- 1,5	1,6	1,1	1,2	1,2	-
	1979	- 1,9	0,0	0,6	- 1,3	- 1,3	-
Belgique-Luxembourg*	1978	- 0,9	0,2	0,4	- 0,3	- 0,1	- 0,2
	1979	- 3,8	3,0	- 0,4	- 1,2	- 1,1	- 0,1
Canada*	1978	- 4,6	6,0	- 1,6	- 0,2	- 0,2	-
	1979	- 4,3	7,1	- 3,7	- 0,9	- 0,9	-
Danemark*	1978	- 1,5	3,1	- 0,1	1,5	1,5	0,0
	1979	- 3,0	3,2	- 0,3	- 0,1	0,1	- 0,0
Espagne*	1978	1,6	2,1	0,3	4,0	4,1	- 0,1
	1979	1,0	4,2	- 2,0	3,2	2,7	0,5
Etats-Unis	1978	-13,5	-28,9	10,7	-31,7	- 0,7	-31,0
	1979	- 0,3	-14,0	28,7	14,4	- 0,0	14,4
Finlande	1978	0,6	- 0,1	0,1	0,6	0,6	0,0
	1979	- 0,3	- 0,1	0,1	- 0,3	- 0,4	0,1
France	1978	3,7	- 1,0	0,1	2,8	3,1	- 0,3
	1979	1,5	0,1	0,5	2,1	1,8	0,3
Grèce*	1978	- 1,3	1,7	- 0,3	0,1	0,1	- 0,0
	1979	- 2,3	.	.	.	.	.
Irlande*	1978	- 0,3	0,3	0,1	0,1	0,1	-
	1979 ⁴	- 1,6	0,9	0,1	- 0,6	- 0,6	-
Italie*	1978	6,2	0,3	0,5	7,0	3,4	3,6
	1979	5,1	- 1,7	0,1	3,5	2,0	1,5
Japon	1978	16,5	- 8,6	0,3	8,2	10,2	- 2,0
	1979	- 8,6	- 6,6	2,6	-12,6	-12,7	0,1
Norvège*	1978	- 2,1	2,7	0,5	1,1	0,7	0,4
	1979	- 1,2	1,8	0,7	1,3	1,3	0,0
Pays-Bas*	1978	- 1,4	0,6	- 0,1	- 0,9	- 0,7	- 0,2
	1979	- 2,3	2,0	- 0,2	- 0,5	- 0,9	0,4
Portugal	1978	- 0,8	0,6	0,2	- 0,0	0,2	- 0,2
	1979	0,2	- 0,2	0,4	0,4	0,1	0,3
Royaume-Uni	1978	1,8	- 6,2	2,2	- 2,2	- 4,5	2,3
	1979	- 5,0	5,2	1,2	1,4	1,8	- 0,4
Suède	1978	- 0,3	1,4	- 0,4	0,7	0,7	0,0
	1979	- 2,5	2,2	- 0,4	- 0,7	- 0,7	0,0
Suisse*	1978	4,4	- 9,3	11,6	6,7	7,2	- 0,5
	1979	2,5	-16,9	9,4	- 5,0	- 4,2	- 0,8
Turquie	1978	- 1,5	2,0	- 0,5	- 0,0	0,2	- 0,2
	1979	- 1,4	0,6	0,7	- 0,1	- 0,1	- 0,0
Yougoslavie*	1978	- 1,3	1,7	- 0,1	0,3	0,2	0,1
	1979	- 3,4	1,6	0,3	- 1,5	- 1,2	- 1,3

* Les chiffres concernant les balances des paiements courants et des mouvements de capitaux de ces pays ne comprennent pas les revenus non distribués procurés par les investissements directs ni le réinvestissement correspondant de ces revenus. Pour le Japon, seul le réinvestissement est compris, mais non le revenu.

¹ Y compris les transactions des banques commerciales et, dans certains cas, les emprunts compensatoires à l'étranger destinés à financer les déficits de paiements; non compris les engagements envers les institutions officielles étrangères. ² Non compris les variations de change (dans la mesure du possible) ni les allocations de DTS. ³ Y compris les engagements envers le FMI et le FECOM; non compris les variations de change. ⁴ En partie sur la base d'estimations.

D'autre part, les autorités se sont procuré, l'an passé, \$1,4 milliard en devises sous forme d'emprunts et d'émissions d'obligations, tout en remboursant \$2,4 milliards de tirages dans le cadre des crédits stand-by conclus entre des banques canadiennes et étrangères. Le poste «erreurs et omissions» a fait apparaître un solde négatif de \$3,7 milliards et les réserves ont fléchi de \$0,9 milliard, abstraction faite de l'allocation de DTS.

L'excédent en compte courant de la *France* est tombé l'an dernier à \$1,5 milliard, contre \$3,7 milliards en 1978. Sur une base désaisonnalisée, ce surplus a presque disparu au second semestre de 1979. Sur l'ensemble de l'année, le déficit de la balance du pétrole et des produits dérivés (coûts de transport compris) s'est élargi de \$5,1 milliards pour se situer à \$17,5 milliards, mais cette dégradation a été compensée pour plus de la moitié par des améliorations dans les autres postes des transactions courantes. Les progrès les plus sensibles réalisés au titre des échanges commerciaux ont porté sur les secteurs des produits alimentaires et agricoles et sur celui de l'équipement industriel; au poste des opérations invisibles, le solde du revenu des investissements et celui des opérations gouvernementales se sont améliorés l'un et l'autre de \$0,5 milliard. Le recul de l'excédent des opérations courantes de la France, l'an passé, a été à peu près contrebalancé par la réduction, de \$3,9 milliards à \$1,5 milliard, du déficit au titre des mouvements de capitaux. Le principal changement intervenu d'une année sur l'autre a été le revirement des flux de fonds bancaires à court terme, des sorties nettes d'un montant de \$3,2 milliards en 1978 ayant fait place à \$0,5 milliard d'entrées nettes; cette amélioration a cependant été partiellement neutralisée par la progression, de \$1,9 milliard à \$3,9 milliards, des sorties nettes de capitaux à long terme. Le poste «erreurs et omissions» a fait ressortir un solde favorable de \$2,1 milliards, et les avoirs monétaires officiels nets se sont accrus de \$2,1 milliards, compte non tenu de l'allocation de DTS.

Au premier trimestre de cette année, le déficit désaisonnalisé du commerce extérieur s'est établi à \$3,5 milliards sur la base des statistiques douanières. Si l'on compare ce résultat au déficit de \$1,3 milliard enregistré au dernier trimestre de 1979 et à la moyenne de \$0,7 milliard des déficits trimestriels pour l'ensemble de l'année passée, on peut en déduire que la balance des opérations courantes de la France est devenue fortement déficitaire. Toutefois, du fait des entrées de capitaux, les réserves monétaires françaises ont continué de progresser.

La balance des transactions courantes de l'*Italie* s'est soldée en 1979 par un excédent de \$5,1 milliards, soit 1,6% environ du produit intérieur brut et \$1,1 milliard de moins qu'en 1978. Le solde actif au titre des services et des transferts a été porté de \$3,3 milliards à \$6,1 milliards, mais ce progrès a été plus que compensé par l'évolution du commerce des marchandises; en particulier, le déficit pétrolier (frais de transport compris) a augmenté de \$3,2 milliards, pour s'établir à \$11,9 milliards. Le compte capital a fait ressortir l'an dernier un déficit de \$1,7 milliard. L'Italie a accordé au total, en 1979, \$3,6 milliards de crédits commerciaux en chiffres nets, mais les importations nettes de capitaux par l'intermédiaire des banques (crédits commerciaux non compris) se sont élevées à \$1,3 milliard. La position monétaire officielle nette s'est améliorée de \$3,5 milliards, abstraction faite de l'incidence des variations de change. Sur ce total, \$2 milliards ont été consacrés au renforcement des réserves.

Selon les statistiques douanières, le déficit commercial de l'Italie a atteint \$4,3 milliards au premier trimestre de 1980 sur une base corrigée des variations saisonnières, contre une moyenne trimestrielle de \$1,4 milliard en 1979. Pour le financer, il a été nécessaire cette année de faire largement appel aux banques.

La position en compte courant des *Pays-Bas* s'est aggravée en 1979, pour la troisième année de suite, le déficit s'étant élargi à \$2,3 milliards, soit 1,5% du produit national brut, contre \$1,4 milliard en 1978. En dépit de la hausse des produits pétroliers, le solde passif des échanges de marchandises n'a augmenté que de \$0,3 milliard; la détérioration a été plus prononcée en ce qui concerne le compte des opérations invisibles, où le déficit du tourisme s'est accru de \$0,6 milliard, pour se chiffrer à \$2,7 milliards. L'aggravation de la situation des paiements courants, l'an dernier, a été plus que compensée par l'augmentation de l'excédent des mouvements de capitaux, qui est passé de \$0,6 milliard à \$2 milliards; ce dernier changement s'explique principalement par l'apparition d'un solde actif de \$0,5 milliard — le premier depuis 1971 — des flux de capitaux privés à long terme, contre des sorties nettes de \$0,8 milliard en 1978, et par une entrée de fonds bancaires de \$2,1 milliards, soit \$0,9 milliard de plus que l'année précédente. Cette évolution des mouvements de capitaux a été favorisée par le niveau élevé des taux d'intérêt aux Pays-Bas et par la levée de certaines restrictions sur les entrées de capitaux. Si l'on tient compte du poste «erreurs et omissions», il en résulte une diminution de \$0,5 milliard des avoirs monétaires officiels nets avant ajustement pour tenir compte des variations de change et de l'allocation de DTS.

Financement des déséquilibres globaux des paiements courants

La hausse du prix du pétrole et les modifications qu'elle a entraînées dans la structure globale des paiements courants, exposées précédemment dans ce chapitre, ont fortement accru le volume du financement extérieur en 1979. La présente section traite d'abord le côté excédents et examine comment les pays exportateurs de pétrole ont investi leurs fonds à l'étranger en 1979 et durant les années 1974-78. Elle passe ensuite en revue le financement des déficits consolidés en compte courant des pays importateurs de pétrole, en accordant une attention plus particulière aux pays extérieurs à l'ensemble Groupe des Dix et Suisse et en indiquant leurs principales sources de financement externe depuis le premier choc pétrolier.

Répartition des excédents disponibles à des fins d'investissement des pays exportateurs de pétrole. Les renseignements dont on dispose sur l'investissement des excédents courants des pays exportateurs de pétrole depuis 1974 sont présentés dans le tableau de la page 111. Après quatre années au cours desquelles les avoirs extérieurs à long terme de ces pays se sont accrus plus rapidement que leurs investissements à court terme, la contrepartie identifiée de leur excédent de \$63 milliards a pris essentiellement la forme, en 1979 comme en 1974, d'une expansion des dépôts bancaires et des placements sur le marché monétaire. En effet, les trois quarts de l'augmentation identifiée des avoirs extérieurs des pays exportateurs de pétrole en 1979 ont été investis dans des instruments à court terme, contre 55% l'année qui a suivi les relèvements du prix du pétrole en 1973. L'ampleur de la part de l'excédent investie l'an dernier à court terme peut être attribuée à deux facteurs principaux: tout d'abord, la vive progression de cet excédent et la

**Pays exportateurs de pétrole: répartition des excédents disponibles
à des fins d'investissement 1974-79 (estimations)**

Postes	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1974-78
	en milliards de dollars EU						
Dépôts bancaires et instruments du marché monétaire:							
Dépôts en dollars aux Etats-Unis . .	1,9	1,1	1,8	0,4	0,8	4,9	6,0
Dépôts en livres sterling au Royaume-Uni	1,7	0,2	- 1,4	0,3	0,2	1,4	1,0
Dépôts en devises sur les marchés étrangers	22,6	9,1	12,1	10,6	3,0	31,2	57,6
Bons du Trésor des Etats-Unis et du Royaume-Uni	4,8	0,6	- 1,0	- 1,1	- 0,8	3,4	2,5
Total	31,2	11,0	11,5	10,2	3,2	40,9	67,1
Investissements à long terme:							
Accords spéciaux bilatéraux et autres investissements	11,8	12,4	12,2	12,7	8,7	11,8	57,8
Prêts aux organismes internationaux	3,5	4,0	2,0	0,3	0,1	- 0,4	9,9
Fonds d'Etat américains et britanniques	1,1	2,2	4,1	4,5	- 1,8	- 0,9	10,1
Autres investissements ¹	8,7	6,1	8,5	5,8	3,3	2,4	32,4
Total²	25,1	24,7	26,8	23,3	10,3	12,9	110,2
Total des nouveaux investissements	56,3	35,7	38,3	33,5	13,5	53,8	177,3

¹ Y compris les investissements en valeurs à revenu variable et en immeubles aux Etats-Unis et au Royaume-Uni ainsi que les prêts en devises. ² Les totaux de ce tableau diffèrent des chiffres correspondants de la page 93 relatifs à la balance globale des opérations courantes de l'OPEP; les différences entre les deux séries de chiffres correspondent essentiellement à des crédits commerciaux et à des emprunts extérieurs des pays de l'OPEP.

Source: Banque d'Angleterre.

difficulté de trouver immédiatement des possibilités de placer à l'étranger un volume accru de ressources à long terme; ensuite, le relèvement sensible des taux d'intérêt à court terme sur les grandes places financières durant l'année. Ainsi, non seulement le renforcement des avoirs extérieurs des pays exportateurs de pétrole s'est fortement concentré sur les dépôts auprès des banques commerciales mais, en outre, les sommes investies en valeurs à long terme des Trésors américain et britannique ont en réalité fléchi quelque peu, de \$0,9 milliard. Dans l'ensemble, les autres investissements à long terme identifiés se sont gonflés de \$13,8 milliards. Par suite du remboursement, par les pays importateurs de pétrole, des tirages effectués en 1974 et 1975 sur la facilité pétrolière du FMI, les prêts aux institutions internationales ont été réduits de \$0,4 milliard. Les autres prêts à long terme – qui comprennent à la fois les investissements directs et de portefeuille, à l'exclusion des avoirs détenus sous forme de titres des gouvernements américain et britannique, ainsi que les crédits octroyés à des conditions privilégiées aux pays en voie de développement – ont progressé sensiblement pour atteindre \$11,8 milliards, soit un niveau équivalant à peu près à la moyenne des années 1974-78.

Financement des déficits en compte courant des groupes de pays importateurs de pétrole.
Pour la deuxième fois en quelques années, les pays du Groupe des Dix et la Suisse ont dû faire face en 1979 à un important déficit global de leurs paiements courants. Le

premier déficit substantiel est apparu en 1974 mais, pour l'ensemble de la période de 1974-78, ces pays avaient enregistré un excédent consolidé de \$20 milliards. Si ce groupe voyait s'arrêter en 1979 le rôle de fournisseur net de capitaux qu'il jouait traditionnellement à l'égard des autres pays, celui d'intermédiaire financier entre les pays de l'OPEP et les autres pays importateurs de pétrole, en revanche, a pris de l'importance. Comme l'indiquait la section précédente, le financement des soldes négatifs en compte courant des pays du Groupe des Dix et de la Suisse a varié notablement d'un pays à l'autre, mais sans jamais poser de problème en soi. Le déficit consolidé des paiements courants du groupe s'est élevé à \$23,5 milliards, chiffre qui englobe cependant des excédents dégagés par certains pays; si l'on fait le total des seuls déficits (à l'exclusion de celui, peu élevé, des Etats-Unis), on obtient la somme de \$32,3 milliards. Compte tenu des mouvements de capitaux, le déficit combiné de la balance générale des paiements de ces pays ressort à \$16,9 milliards, couvert pour l'essentiel par prélèvement sur les réserves, notamment au Japon. En outre, deux pays - Belgique et Suède - ont recouru officiellement, pour un montant très substantiel, à des emprunts extérieurs.

Pour le reste des pays importateurs de pétrole, le tableau de la page suivante indique, pour 1979 ainsi que pour la période 1974-78, leurs déficits des paiements courants, leurs opérations identifiées de financement externe et les variations estimées de leurs actifs financiers à l'étranger. On ne dispose cependant pas de renseignements sur certains flux financiers d'importance relativement mineure, tels les emprunts accordés par des banques ne faisant pas partie du système de déclaration auprès de la BRI et par le secteur non bancaire, de même que les emprunts obtenus de sources monétaires officielles autres que le FMI. On peut donc considérer que la progression des créances étrangères a été quelque peu supérieure à ce qui ressort des chiffres du tableau.

Le déficit combiné en compte courant de \$14 milliards des pays développés extérieurs à l'ensemble Groupe des Dix et Suisse a été plus que couvert, en 1979, par les entrées de capitaux; de ce fait, les réserves monétaires consolidées de ces pays (l'or étant évalué à prix constants) se sont accrues de \$2 milliards et leurs créances non officielles sur les banques commerciales de la zone recensée par la BRI (zone déclarante) de \$10 milliards. Ces ressources financières proviennent principalement des emprunts effectués auprès des banques commerciales, à concurrence de \$15 milliards, et de l'émission de \$7 milliards, de nouvelles obligations étrangères et internationales.

Dans le groupe des pays en développement non producteurs de pétrole, la différence entre le total des entrées de capitaux en 1979 et le montant du déficit (\$38 milliards) des paiements courants a été même supérieure; de ce fait, les avoirs extérieurs de ces pays ont progressé de \$20 milliards, qui, pour près de la moitié, sont venus renforcer les réserves officielles. Le montant total des flux de capitaux identifiés a atteint \$58 milliards, obtenus à hauteur des deux tiers sur les marchés privés, dont \$36 milliards ont revêtu la forme de nouveaux prêts accordés par des banques commerciales de la zone déclarante. Plus des deux tiers du reliquat de \$20 milliards ont été constitués par des emprunts consentis par des sources officielles autres que le FMI.

L'afflux de capitaux dans les pays importateurs de pétrole autres que le Groupe des Dix et la Suisse a suivi en 1979 le même schéma qu'en 1974-78. Au cours de ces cinq années, ces pays développés ont puissamment recouru à l'emprunt sur le marché

**Pays importateurs de pétrole:
Financement des opérations courantes, 1974-78 et 1979 (estimations)**

Postes	Pays développés extérieurs à l'en- semble Groupe des Dix et Suisse		Pays en développement non producteurs de pétrole			
			total		quatre principaux pays ¹	
	1974- 78 ²	1979	1974- 78 ²	1979	1974- 78 ²	1979
en milliards de dollars EU						
Balances des paiements courants ³	- 99	- 14	-109	- 38	- 58	- 21
Financement extérieur identifiable	118	26	172	58	74	22
Investissements directs (chiffres nets)	11	3	23	6	11	3
Emprunts:						
auprès des banques déclarantes ⁴	63	15	85	36	50	17
par émissions d'obligations étrangères et internationales ⁵	33	7	9	2	6	1
auprès du FMI ⁶	4	- 1	4	0	1	0
auprès d'autres sources officielles ⁷	7	2	52	14	6	1
Acquisition de créances étrangères ⁸						
(= accroissement)	- 19	- 12	- 63	- 20	- 16	- 1
dont:						
Réserves officielles ⁹	- 8	- 2	- 38	- 9	- 9	2
Autres	- 11	- 10	- 25	- 11	- 7	- 3
<i>Pour mémoire:</i>						
Dépôts auprès des banques déclarantes ⁴	26	10	48	13	12	0

¹ Brésil, Mexique, Corée et Philippines. ² Montants cumulés. ³ Y compris les transferts officiels. ⁴ Banques des pays du Groupe des Dix et de la Suisse et succursales étrangères des banques américaines de la zone des Caraïbes et d'Extrême-Orient. ⁵ Amortissements non déduits. ⁶ Nets de remboursements. ⁷ Aide officielle au développement et crédits officiels à l'exportation (chiffres nets). ⁸ Balance des paiements courants moins financement extérieur identifiable. ⁹ Les chiffres de 1979 comprennent les allocations de DTS.

financier et se sont ainsi procuré \$96 milliards qui ont pratiquement couvert la totalité de leur déficit en compte courant et ont représenté 90% du montant total de leurs emprunts extérieurs. Les deux tiers de leurs emprunts sur les marchés financiers étrangers pendant ces cinq ans ont été obtenus des banques de la zone déclarante, et le solde a été drainé sous forme d'émissions d'obligations. Il convient d'ajouter que la modeste progression de \$8 milliards de l'ensemble des réserves officielles de ces pays en 1974-78 a correspondu à un fléchissement brutal de leur ratio réserves/importations, qui est tombé de 45% environ à la fin de 1973 à moins de 30% cinq ans plus tard.

Dans le groupe des pays en voie de développement non producteurs de pétrole, les emprunts sur les marchés internationaux ont couvert quelque 85% de leur déficit cumulé des transactions courantes en 1974-78, pourcentage guère inférieur à celui qui a été enregistré pour les pays développés extérieurs à l'ensemble Groupe des Dix et Suisse. Par rapport au montant total des emprunts à l'étranger cependant, les fonds obtenus sur le marché, qui représentent 62%, ont joué un rôle beaucoup moins important, même s'ils ont constitué de loin la source essentielle de financement.

A l'intérieur de ce groupe, la structure des entrées de capitaux offre en outre un contraste frappant entre les quatre principaux pays en développement non producteurs de pétrole (Brésil, Mexique, Corée et Philippines) et les autres. Ainsi, pour ces quatre pays, les emprunts obtenus sur le marché ont couvert la quasi-totalité du déficit des paiements courants des années 1974-78 et ont représenté en même temps 75%

environ du financement extérieur global. Dans le reste des pays développés non pétroliers, les emprunts officiels, avec \$49 milliards, ont financé presque totalement le déficit en compte courant et ont encore été supérieurs d'un tiers au montant total de \$37 milliards emprunté sur les marchés financiers internationaux.

La caractéristique la plus frappante des chiffres relatifs au financement extérieur obtenu en 1974-78 par les pays en développement non producteurs de pétrole est peut-être l'ampleur de l'écart entre ce financement et leur déficit cumulé en compte courant, ce qui leur a permis de renforcer de \$38 milliards leurs réserves officielles au cours de ces cinq ans et d'accumuler un montant, estimé à \$25 milliards, de créances non officielles sur le reste du monde. Les apports à leurs réserves se sont élevés en moyenne à \$12 milliards par an en 1976-78 de sorte que, à l'inverse de la situation des pays développés extérieurs à l'ensemble Groupe des Dix et Suisse, leur ratio réserves/importations, qui se situait à quelque 35% à la fin de 1978, était du même ordre que cinq ans auparavant.

En ce qui concerne les perspectives de financement, pour 1980 et au-delà, des déficits de paiements des pays importateurs de pétrole, il est peu vraisemblable que le Groupe des Dix et la Suisse éprouvent des difficultés à se procurer des ressources, tout au moins tant que leur politique interne sera généralement axée, comme elle l'est actuellement, sur la réduction du rythme d'inflation, et tant qu'une fraction importante de leur déficit global en compte courant se concentrera sur l'Allemagne, le Japon et, comme semblent l'indiquer les chiffres du premier trimestre de 1980, les Etats-Unis. De plus, dans leur grande majorité, les pays développés autres que ceux du Groupe des Dix ne risquent guère d'avoir des problèmes de financement dans un proche avenir, compte tenu en particulier de l'augmentation relativement faible de leur déficit cumulé des paiements courants l'an passé.

Plus de la moitié toutefois de la contrepartie de l'excédent dégagé par l'OPEP en 1979 a été constituée par le déficit des pays en développement non détenteurs de pétrole. En outre, le ralentissement de la croissance économique qui se dessine à présent dans les zones développées du monde, même s'il est de nature à réduire quelque peu le surplus global de l'OPEP, aura tendance à reporter sur les pays en développement non producteurs de pétrole une part plus importante des déficits correspondants.

Alors que les plus pauvres de ces pays s'en remettent essentiellement aux sources officielles de financement extérieur, le tableau de la page 113 fait ressortir l'importance des emprunts contractés en 1974-78 sur les marchés financiers internationaux par le groupe des pays en voie de développement non producteurs de pétrole, tant pour couvrir leur déficit extérieur que pour renforcer, à partir de 1976, leurs réserves monétaires. En conséquence, le pourcentage de leur endettement extérieur à moyen terme, contracté ou garanti par l'Etat, à l'égard de créanciers du secteur privé a été porté d'un tiers en 1973 à environ 50% en 1978. Si l'on inclut les sommes non assorties de garanties prêtées par le secteur privé sous forme de crédits à long terme et les ressources extérieures à court terme, l'importance relative de la dette envers les créanciers de ce secteur est encore plus considérable.

Cette progression de l'endettement sur le marché signifie-t-elle que les pays en voie de développement non détenteurs de pétrole, considérés dans leur ensemble,

éprouveront à l'avenir davantage de difficultés pour se procurer un financement extérieur auprès de ces sources? Certes, pour l'instant, on ne constate aucune pénurie de fonds liquides pour le système bancaire international et il est probable qu'une fraction non négligeable des futurs excédents de l'OPEP sera placée auprès des banques. Ces banques peuvent cependant se montrer moins désireuses qu'auparavant d'élargir leurs facilités en faveur de certains pays dans lesquels leurs risques se sont rapidement accrus depuis 1974, surtout si elles ont des possibilités importantes d'assurer le financement des pays industrialisés déficitaires qui présentent moins de risques. D'autre part, l'évaluation par les banques des risques-pays se ressentira sans doute des tensions politiques qui se sont développées fin 1979. D'une manière plus générale, la question posée est celle des limites que l'assise financière actuelle fixe au développement futur de l'activité internationale de prêt des banques.

L'accès des pays en développement non producteurs de pétrole à de nouvelles ressources bancaires peut donc se révéler un peu moins facile; cela dépendra surtout du fait de savoir si les prêts bancaires seront toujours sollicités par les mêmes pays ou si, avec le temps, les déficits se déplaceront d'un pays à l'autre. Quoi qu'il en soit, le Fonds monétaire international dispose actuellement d'un montant appréciable de facilités de crédit inutilisées qui, pour beaucoup, sont prêtées sans conditions ou presque, et on a également la perspective de voir le relèvement de 50% des quotes-parts du Fonds, décidé en 1978, prendre effet vers la fin de l'année.

Tout bien pesé, les besoins financiers des pays importateurs de pétrole semblent pouvoir être satisfaits en 1980. Pour l'avenir, plus l'excédent de l'OPEP se maintiendra à ses niveaux actuels, plus il y aura de risques de voir surgir des problèmes complexes de financement. Ces problèmes demanderont peut-être aux autorités de faire preuve d'imagination pour faciliter le transfert des fonds, à la fois par les voies privées et officielles, des pays excédentaires vers les pays déficitaires.

VI. MARCHÉS INTERNATIONAUX DU CRÉDIT ET DES CAPITAUX

L'année 1979 a connu une période d'intense activité et de croissance rapide sur les marchés financiers internationaux. Le secteur bancaire international a joué un rôle clé dans le recyclage du nouvel excédent élevé de l'OPEP et a sensiblement accru ses prêts aux pays en voie de développement ainsi qu'aux pays industrialisés. Outre les ressources de l'OPEP, l'euro-marché a bénéficié d'apports substantiels de la plupart des groupes de pays importateurs de pétrole. Les taux des euro-monnaies ont reflété la hausse vigoureuse du loyer de l'argent sur les marchés financiers nationaux, mais il n'y a pas eu pénurie de liquidités et, mis à part les taux d'intérêt, les conditions de prêt ont même été, pendant la majeure partie de 1979, plus favorables qu'en 1978. Vers la fin de l'année, cependant, le nouveau renchérissement du pétrole, ainsi que les événements politiques en Iran et en Afghanistan, ont modifié le climat du marché. Les banques se sont montrées plus hésitantes à accroître leurs risques envers certains groupes de pays. En même temps, la montée sans précédent des taux d'intérêt aux Etats-Unis et sur le marché de l'euro-dollar, ainsi que le raffermissement de la monnaie américaine, ont eu tendance à décourager les emprunteurs. En conséquence, des signes de ralentissement de l'expansion des prêts bancaires internationaux sont apparus au début de 1980.

Le présent chapitre passe en revue la suite chronologique des événements et examine le rôle futur du secteur bancaire international dans le recyclage des excédents de l'OPEP ainsi que les discussions qui ont eu lieu, l'an dernier, entre les banques centrales des pays du Groupe des Dix et de la Suisse sur les problèmes bancaires internationaux.

Principaux faits

Les créances extérieures des banques des pays du Groupe des Dix et de Suisse, d'Autriche, du Danemark, d'Irlande et celles des succursales des banques américaines dans les centres offshore des Caraïbes et d'Extrême-Orient se sont accrues de \$218 milliards (soit 24%) en 1979, pour atteindre un total de \$1.111 milliards. Les engagements se sont développés encore plus fortement (de \$264 milliards, soit 31%). A la suite de cette variation de \$46 milliards enregistrée par les banques déclarantes, leur position extérieure nette est devenue débitrice à concurrence de \$10 milliards, alors qu'elle était créditrice à hauteur de \$36 milliards en 1978; ce revirement traduit les entrées massives de capitaux acheminés par le secteur bancaire dans un certain nombre de pays industrialisés, tels que les Etats-Unis, l'Allemagne et le Royaume-Uni.

Comme d'habitude, l'expansion des positions extérieures des banques, en chiffres bruts, a été sensiblement gonflée par les dépôts successifs entre banques déclarantes elles-mêmes. Si l'on exclut les duplications d'écritures qui en résultent, on peut estimer que le volume des nouveaux fonds canalisés par le secteur bancaire international s'est élevé l'an dernier aux environs de \$130 milliards, contre \$110 milliards en 1978. Ces chiffres sous-estiment toutefois le rythme d'accélération de la progression réelle; alors qu'en 1978 l'incidence des variations de change dues à la dépréciation du dollar avait ajouté quelque \$20 milliards à l'augmentation de la valeur en dollars des positions des

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

Prêteurs	Variations			Encours 1979
	1977	1978	1979	
	en milliards de dollars EU			
Banques situées dans les pays européens déclarants ¹	+ 80,6	+ 145,2	+ 164,8	776,2
<i>dont: en monnaies étrangères (euro-marché)</i>	+ 68,5	+ 117,2	+ 137,9	639,9
Banques situées au Canada et au Japon	+ 0,8	+ 16,2	+ 15,0	71,0
Banques situées aux Etats-Unis	+ 11,5	+ 37,8	+ 17,1	136,0
Succursales des banques américaines situées dans les centres offshore ²	+ 16,2	+ 15,4	+ 21,2	127,7
Total	+ 109,1	+ 214,6	+ 218,1	1.110,9
moins: duplications d'écritures attribuables aux dépôts successifs entre banques décla- rantes	34,1	104,6	88,1	445,9
A = Nouveaux prêts bancaires internationaux (chiffres nets)³	75,0	110,0	130,0	665,0
Emissions d'euro-obligations et d'obligations étrangères	36,1	37,3	37,1	.
moins: amortissements et rachats	5,1 ⁴	8,3 ⁴	9,6 ⁴	.
B = Nouveaux financements sous forme d'obligations internationales (chiffres nets)	31,0	29,0	27,5	.
A+B = Montant total des nouveaux financements sous forme de prêts bancaires et d'obligations	106,0	139,0	157,5	.
moins: duplications d'écritures ⁵	4,0	6,0	7,5	.
Montant total net des nouveaux finance- ments sous forme de prêts bancaires et d'obligations	102,0	133,0	150,0	.

¹ Allemagne fédérale, Belgique, Luxembourg, France, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse et, à partir de 1978, Autriche, Danemark et Irlande. ² Bahamas, îles Caïmans, Panama, Hong Kong et Singapour. ³ En plus des créances directes sur les utilisateurs finals, ces estimations couvrent un certain nombre de positions interbancaires: premièrement, des créances sur des banques sises à l'extérieur de la zone déclarante, c'est-à-dire en dehors des centres financiers et des centres offshore, car on admet que ces banques «périphériques» n'emprunteront pas, dans la plupart des cas, les fonds à des banques situées dans les centres financiers en vue de les redéposer simplement auprès d'autres banques de ces mêmes centres; deuxièmement, des créances sur des banques à l'intérieur de la zone déclarante, dans la mesure où ces banques convertissent les fonds en monnaie nationale et/ou les utilisent pour octroyer directement des prêts en devises à des clients nationaux; troisièmement, une grande partie des créances en devises sur des banques établies dans le pays d'émission de la devise concernée, par exemple des créances en dollars de banques londoniennes sur des banques situées aux Etats-Unis; là encore, on suppose que les banques emprunteuses se procurent les fonds essentiellement à des fins nationales et non pour les reprêter à d'autres banques de la zone déclarante; une déduction est toutefois opérée pour tenir compte des fonds de roulement et d'autres postes semblables. S'il est impossible d'exclure dans ces estimations tout élément de duplications d'écritures, il convient de noter, par ailleurs, que les statistiques comportent des lacunes et que les chiffres disponibles présentement ne couvrent pas tous les prêts bancaires internationaux. ⁴ Ces chiffres sont fondés sur des évaluations très approximatives et sont donnés ici à titre essentiellement indicatif. Mais, bien que les marges d'erreur soient importantes par rapport aux montants considérés, elles ne modifient sans doute pas de façon significative le chiffre avancé pour le montant total net des nouveaux financements internationaux. ⁵ Obligations souscrites par les banques déclarantes, dans la mesure où elles figurent dans les statistiques bancaires comme créances sur des non-résidents; obligations émises par les banques déclarantes, dans le but surtout d'étayer leurs activités de crédit internationales.

banques en d'autres monnaies, ces répercussions exercées par le taux de change n'ont représenté en 1979 que \$6 milliards environ de l'accroissement total.

Sur la base des chiffres bruts, plus de 75% de l'expansion des créances envers l'étranger sont à mettre au compte des banques des pays européens déclarants, dont

les avoirs se sont accrus à un rythme de 27%. En outre, les banques japonaises ont vu leurs créances extérieures s'accroître au rythme particulièrement élevé de 35%. En revanche, la part prise par les banques sises aux Etats-Unis et leurs succursales dans les centres offshore dans l'expansion de 1979 ne s'est élevée qu'à 17,5%, soit sensiblement moins qu'au cours des années précédentes. Ce phénomène s'explique par le ralentissement de l'expansion des avoirs extérieurs des banques aux Etats-Unis, dont le rythme est tombé de 41% en 1978 à 14%. Si l'augmentation des créances des succursales offshore des banques américaines s'est accélérée de 17 à 20%, cette progression est néanmoins demeurée bien inférieure au taux enregistré par les banques européennes déclarantes.

L'expansion globale de \$218 milliards, mentionnée plus haut, des avoirs extérieurs au cours de l'an passé sous-estime quelque peu le développement de l'activité bancaire internationale, car elle ne tient compte ni de l'activité offshore des banques de Bahreïn, ni des opérations effectuées par les établissements de crédit non américains des centres offshore des Caraïbes et d'Extrême-Orient. Si l'on inclut ces secteurs d'activité bancaire internationale, la croissance globale des avoirs extérieurs des banques peut être évaluée à \$240 milliards environ, ce qui porte le total des encours à quelque \$1.200 milliards. Toutefois, en raison de l'insuffisance des renseignements sur la ventilation géographique et par monnaies de ces données plus vastes, les chiffres utilisés dans le reste du chapitre portent uniquement sur la zone de référence la plus étroite.

Le total des émissions d'obligations internationales, y compris les émissions étrangères sur les marchés nationaux, a atteint \$37 milliards l'an dernier, soit à peu près le même montant qu'en 1978. Cependant, si l'on tient compte des amortissements et des titres absorbés par les banques, on constate que l'apport direct de nouveaux fonds non bancaires à ce marché est inférieur d'environ \$3 milliards au chiffre de 1978. Si l'on considère le total des prêts bancaires et le montant net des nouvelles émissions, on aboutit, après déduction des duplications d'écritures, à un total approximatif de \$150 milliards de nouveaux crédits canalisés par les marchés financiers internationaux, soit environ 13% de plus qu'en 1978.

Principaux facteurs d'influence

En dépit de la montée sensible des taux d'intérêt et d'une nouvelle et forte expansion du volume des opérations, les conditions de crédit sont demeurées aisées pendant la majeure partie de l'année 1979 dans le secteur bancaire international. La concurrence entre banques pour satisfaire de nouveaux emprunteurs est demeurée très vive, les marges bénéficiaires ont encore été comprimées et les échéances se sont allongées. Tous ces facteurs donnent à penser que les banques ont continué de disposer d'un volume considérable de fonds et que l'impulsion expansionniste n'a pas été motivée uniquement par la demande mais aussi, dans une large mesure, par l'offre de ressources sur les marchés internationaux du crédit. Quels ont été les éléments essentiels qui ont permis de maintenir un flux aussi massif de nouveaux fonds vers le secteur bancaire international à un moment où les taux d'intérêt s'inscrivaient brutalement en hausse sur les principaux marchés financiers nationaux?

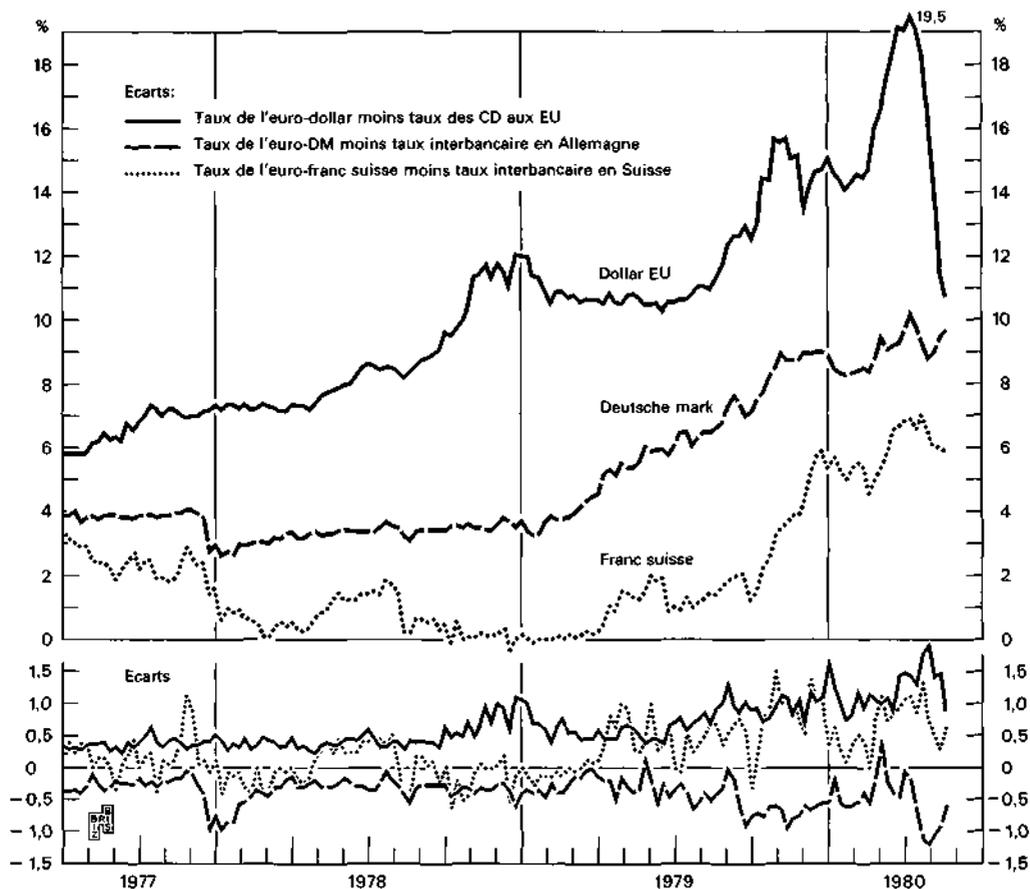
Le fait le plus notable a été la réapparition d'un large excédent de l'OPEP et l'acheminement d'une grande partie de ces ressources, par l'intermédiaire des banques,

sur les marchés internationaux. En conséquence, les nouveaux dépôts identifiés des pays exportateurs de pétrole auprès du secteur bancaire international, qui s'étaient élevés en 1978 à seulement \$6 milliards, ont fait un bond à \$38 milliards en 1979.

Un deuxième facteur d'influence s'est manifesté en ce sens que, presque tout au long de l'année 1979, la hausse des taux d'intérêt sur les marchés nationaux a reflété essentiellement une accélération de l'inflation plutôt qu'une véritable pénurie de liquidité et de crédit. Des flux importants et persistants de fonds bancaires et non bancaires se sont donc dirigés des pays industriels vers le secteur bancaire international. En effet, le niveau accru des taux d'intérêt nominaux a amplifié l'incidence, sur les marchés nationaux, du coût réel des réserves minimums imposées par les divers pays et a, par voie de conséquence, renforcé l'avantage concurrentiel de l'euro-marché, où les dépôts sont exonérés de toute obligation de réserves. C'est ce qui s'est passé en particulier dans le secteur du dollar, où le coefficient de réserves minimums appliqué par les autorités américaines aux certificats de dépôt d'un montant élevé émis sur le marché intérieur à échéance initiale inférieure à six mois a été porté de 6 à 8% en novembre 1978.

Taux interbancaires des dépôts en euro-monnaies à trois mois et écarts par rapport aux taux des marchés nationaux

Chiffres du mercredi, en %



La prime accrue que les banques ont ainsi été en mesure d'offrir sur les dépôts en euro-dollars par rapport aux taux pratiqués sur le marché interne a exercé un certain attrait auprès des résidents américains, de sorte que les dépôts en dollars du secteur non bancaire américain auprès de banques situées en dehors des Etats-Unis se sont accrus de \$17 milliards, soit de 57%, en 1979. Le taux supplémentaire de 8% de réserves obligatoires imposé en octobre 1979 par la Réserve fédérale sur tout accroissement des «ressources gérées» (managed liabilities) des banques américaines a provoqué un nouveau renforcement de l'avantage concurrentiel de l'euro-marché dans la collecte de ressources non bancaires. Pour les résidents des pays autres que les Etats-Unis, l'attrait des dépôts en euro-dollars a été rehaussé à la fois par le niveau beaucoup plus élevé, en valeur absolue, des taux d'intérêt nominaux en dollars et par la meilleure tenue de la monnaie américaine sur les marchés des changes.

Un autre facteur, qui a revêtu une importance particulière au cours du second semestre, a été l'effet négatif exercé par l'accélération de l'inflation sur les marchés financiers à long terme, ainsi que par la prime substantielle dégagée par les taux d'intérêt à court terme par rapport aux rendements des obligations à échéance éloignée. Ce phénomène a eu tendance à détourner les fonds des marchés nationaux et internationaux des obligations vers le secteur bancaire international.

Un facteur supplémentaire d'expansion du côté de l'offre de capitaux bancaires internationaux a été la croissance persistante, en 1979, des réserves de change d'un grand nombre de pays importateurs de pétrole, dont une fraction appréciable a été déposée sur l'euro-marché. Au total, les dépôts officiels identifiés auprès des banques sises en dehors des Etats-Unis ont augmenté de \$35 milliards l'an dernier, soit près de trois fois le montant recensé en 1978, cette très forte progression étant, bien entendu, surtout attribuable à l'excédent de l'OPEP.

Enfin, et malgré le raffermissement de la demande interne de crédit, l'offre de fonds bancaires internationaux a continué d'être influencée par le désir des grandes banques des pays industrialisés de développer leur activité internationale, en particulier par l'intermédiaire de leurs succursales et filiales dans les principaux centres de l'euro-marché. Cela a été notamment le cas des banques japonaises et européennes, tandis que la part des banques américaines dans les opérations de prêt internationales a fléchi. En raison de son caractère de marché de gros, des coûts unitaires peu élevés et du statut privilégié dont il bénéficie en matière de réglementation, l'euro-marché a été considéré par les banques comme étant encore très intéressant en dépit de l'étroitesse des marges bénéficiaires pratiquées sur le marché des prêts consortiaux. De plus, la perception de frais fixes et le versement de taux inférieurs au LIBOR aux déposants non bancaires se sont certainement traduits par des marges plus élevées qu'il n'apparaît au vu des chiffres publiés. Du reste, étant donné que les banques n'ont guère enregistré de pertes importantes sur le plan de leur activité internationale ces dernières années, elles ont peut-être moins bien discerné les risques inhérents à cette activité.

Sur le plan de l'utilisation des ressources du marché international des crédits bancaires, l'année 1979 a été marquée par deux phénomènes: d'une part, les besoins considérables de financement de la balance des paiements de la plupart des groupes de pays importateurs de pétrole, par suite de la réapparition de l'énorme excédent de l'OPEP et de la disparition du déficit en compte courant des Etats-Unis; d'autre part,

le recours massif des banques américaines au marché de l'euro-dollar. La balance consolidée des paiements courants de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse (à l'exception des Etats-Unis), qui s'était soldée en 1978 par un excédent de \$34 milliards, a dégagé l'an passé un déficit de \$23 milliards; le solde passif en compte courant des pays en voie de développement non producteurs de pétrole s'est élargi de \$13 milliards, pour se situer à environ \$38 milliards et celui des pays développés extérieurs au Groupe des Dix a progressé de \$2 milliards pour atteindre approximativement \$14 milliards. Une forte proportion de ces déficits a été financée par des emprunts en euro-monnaies. Dans le cas des pays industrialisés, la majeure partie du financement du solde négatif des opérations courantes n'a pas été assurée par les canaux officiels, mais sous forme d'emprunts effectués par le secteur privé, bancaire et non bancaire. De tels emprunts pour compte privé ont été stimulés par le resserrement de la politique monétaire, qui a été rendu possible, voire souhaitable, par la dégradation accentuée des comptes extérieurs de la plupart des pays industrialisés.

Aux Etats-Unis, seul grand pays industriel à enregistrer une amélioration sensible de sa balance des paiements courants en 1979, l'euro-marché a continué d'être avantageux pour les emprunteurs. La plupart du temps, la prime dégagée par les taux des euro-dépôts sur ceux du marché intérieur américain à échéance comparable n'a pas reflété complètement l'avantage dont bénéficiait l'euro-marché en matière de coût du fait de l'exonération de l'obligation de réserves, et les banques américaines ont donc jugé plus intéressant de collecter des fonds sur l'euro-marché que d'émettre des certificats de dépôt sur le marché intérieur. Cette structure des taux d'intérêt les a incitées à recourir massivement aux crédits en euro-monnaies en 1979, puisque leurs engagements envers des banques étrangères se sont accrus de plus de \$30 milliards. De ce fait, les ressources placées à l'étranger par les résidents américains du secteur non bancaire sont revenues dans le pays sous forme essentiellement de flux interbancaires. De surcroît, les entreprises non bancaires des Etats-Unis se sont procuré environ \$5,5 milliards d'argent frais auprès des banques étrangères déclarantes et, pendant le dernier trimestre notamment, elles ont vraisemblablement emprunté un montant substantiel de capitaux non identifiés sur l'euro-marché par l'intermédiaire de leurs succursales et filiales à l'étranger.

Le troisième facteur qui a contribué à soutenir la demande de crédits bancaires internationaux en 1979 a été la vigueur relative de l'économie mondiale, de sorte que les investissements, le commerce international et, parallèlement, les besoins de financement ont continué de croître à un rythme fort élevé, surtout en valeur nominale. C'est ainsi que, entre le quatrième trimestre de 1978 et les trois derniers mois de 1979, les exportations mondiales ont progressé de 30% en dollars courants.

Enfin, et grâce en partie aux efforts soutenus des banques pour développer leurs crédits internationaux, un certain nombre de pays se sont de nouveau endettés à l'effet de renforcer leurs réserves officielles. Le niveau élevé des taux d'intérêt en dollars ne les a guère dissuadés de recourir à de tels emprunts car, dans la mesure où les ressources ainsi obtenues ont été redéposées sur le marché des euro-monnaies, le coût du financement de l'accumulation des réserves s'est essentiellement limité aux marges prélevées par les banques.

En ce qui concerne l'importance relative des facteurs d'offre et de demande dans l'expansion de l'activité bancaire internationale l'an dernier, certains faits semblent

révéler l'existence d'un excédent ex ante de l'offre sur la demande et un nouveau renforcement de la position dominante des emprunteurs qui a caractérisé le marché en 1977 et 1978. Sur le marché des prêts consortiaux, les échéances ont eu tendance à s'allonger tandis que les marges moyennes d'intermédiation continuaient de se rétrécir. C'est ainsi que, dans le cas des emprunteurs des pays de l'OCDE, la marge moyenne est passée de 0,7% environ, au dernier trimestre de 1978, à 0,5% à la fin de l'automne de 1979, alors que, pour les autres pays occidentaux, elle est tombée de 1,05% à 0,75%. Au second semestre de 1979, certains organismes du secteur public ont même pu obtenir des prêts avec des marges minimales de 0,375%. Il n'est pas facile d'expliquer cette évolution. Il est possible que l'approvisionnement du marché ait été déterminé, davantage que l'utilisation des ressources bancaires, par des facteurs extérieurs au marché bancaire lui-même, les banques des pays industriels étant intervenues en tant qu'emprunteurs résiduels. En même temps, l'afflux massif, dans un certain nombre de pays industrialisés, de fonds en provenance du marché a résulté, du moins en partie, de l'évolution de la situation dans ces derniers pays, notamment des besoins de financement de la balance des paiements et du resserrement des conditions monétaires internes.

Le rythme du développement de l'activité de prêt à l'échelle internationale, et le contexte plutôt favorable dans lequel il s'est produit, ont fait naître des préoccupations croissantes au sujet des risques encourus par les banques sur le plan international et de certaines conséquences macro-économiques qui y sont liées. En octobre, les autorités japonaises ont pratiquement suspendu la participation des banques nippones et de leurs succursales à l'étranger aux marchés des prêts consortiaux; en outre, les autorités d'autres pays du Groupe des Dix avaient déjà commencé à ce moment-là à explorer les moyens permettant d'inciter les banques à davantage de prudence et de réserve dans leur politique de prêts internationaux.

Toutefois, au cours des deux derniers mois de 1979 et au début de 1980, l'évolution de la situation économique et politique dans le monde a elle-même amené les prêteurs à modifier leur comportement. Les hausses, d'une ampleur inattendue, du prix du pétrole et leurs répercussions vraisemblables sur les balances de paiements ont suscité des inquiétudes de plus en plus vives quant aux possibilités futures, pour certains groupes de pays, d'assurer leur solvabilité à l'égard de l'extérieur. En outre, les événements d'Iran, les mesures de rétorsion des Etats-Unis sur le plan financier et la situation en Afghanistan ont souligné l'importance de facteurs politiques impondérables et accru l'incertitude générale.

En conséquence, les banques sont devenues plus réticentes pour consentir des crédits à certains groupes de pays. Les échéances des prêts ainsi accordés ont commencé à se raccourcir et, en même temps, les marges ont été progressivement élargies. En outre, les banques de moindre importance ont décidé de renoncer à toute participation à l'octroi de nouveaux prêts à ces pays, et la répartition globale des contingents de prêts consortiaux s'est révélée de plus en plus difficile. Cette situation a abouti à l'élaboration de nouvelles techniques, telles que les «club loans» pour lesquels de petits groupes de grandes banques prennent elles-mêmes en charge la totalité du prêt, d'où un rétrécissement de la capacité de prêt du marché.

Les banques ont continué en même temps à disposer de ressources liquides considérables et, par suite des incertitudes dans le domaine des taux d'intérêt, de l'inflation et de la situation politique internationale, elles ont été inondées de dépôts à court

terme. En dehors des États-Unis, en particulier, les banques se sont vu offrir par les pays exportateurs de pétrole des montants élevés sur lesquels elles se sont montrées de moins en moins enclines à payer des taux proches du LIBOR, étant donné leur degré accru de dépendance envers ce groupe de déposants. Cette abondance persistante de ressources nouvelles, liée à la réticence des banques à octroyer des crédits à certains groupes de pays, les a amenées de plus en plus à développer leurs activités dans les pays industrialisés, ce qui a donné lieu à la création d'une sorte de double marché. Malgré la dégradation des perspectives économiques mondiales, les emprunteurs de ces derniers pays n'ont donc éprouvé aucune difficulté à se procurer des facilités de crédit à des conditions très favorables auprès du secteur bancaire international.

La situation a été compliquée, en outre, par l'évolution monétaire aux États-Unis, où le train de mesures décidé en octobre 1979 par la Réserve fédérale a marqué, à certains égards, un changement d'attitude des autorités américaines envers la politique monétaire. Les taux d'intérêt en dollars se mirent à dépasser sensiblement le taux d'inflation et commencèrent véritablement à «mordre», notamment après leur nouvelle et vive ascension en février. Comme les emprunteurs ont alors dû payer un intérêt réel élevé, leur attitude est devenue beaucoup plus sélective. A la différence des particuliers qui contractent des emprunts sur le marché national, les pays qui s'endettent pour financer un déficit de paiements ne peuvent évidemment pas bénéficier de déductions fiscales au titre des charges d'intérêt. En outre, le redressement du dollar sur le marché des changes a accru le coût potentiel des crédits en cette monnaie. Il s'ensuit que la tendance marquée par les emprunteurs de ne pas recourir pendant un certain temps au marché, dans l'attente de conditions plus favorables, peut expliquer en partie le fait que l'élargissement des marges appliquées par les banques à certains groupes de pays emprunteurs ne s'est opéré que lentement et de façon hésitante, en dépit du changement prononcé intervenu dans l'évaluation des risques. En outre, le niveau très élevé des taux d'intérêt en dollars, associé à la fermeté de la devise américaine, ont contribué à favoriser les emprunts en d'autres euro-monnaies, tendance qui s'était déjà manifestée par intermittence en 1979.

Dans le courant d'avril 1980, cependant, le renversement de tendance très prononcé des taux d'intérêt en dollars — les taux des euro-dépôts à trois mois tombèrent de plus de 19½% début avril à moins de 10% dans la deuxième moitié de mai — provoqua une fois de plus une modification de la situation du marché. Il est vraisemblable que ce retour des taux d'intérêt en dollars à des niveaux relativement modérés et l'affaiblissement concomitant de la devise américaine sur les marchés des changes accroîtront l'intérêt des emprunteurs pour le marché des euro-crédits à moyen et long terme. Toutefois, étant donné que le marché est devenu beaucoup moins réceptif qu'en 1979, il reste à voir si tous les groupes d'emprunteurs seront en mesure de se procurer un volume élevé de ressources financières sans devoir accepter un durcissement sensible des conditions de prêt.

Rôle du secteur bancaire international dans le recyclage de l'excédent de l'OPEP

Comme il a été mentionné précédemment, la réapparition de l'excédent de paiements de l'OPEP en 1979 a conduit le secteur bancaire international à reprendre massivement ses opérations de recyclage. Bien que, vers la fin de l'an passé, les banques aient montré quelque réticence à accorder des prêts à certains groupes de pays, le

financement du déficit de paiements dû à la hausse du prix du pétrole ne posera très vraisemblablement pas de graves problèmes dans un proche avenir. D'une part, grâce notamment aux crédits bancaires internationaux, un grand nombre de pays en voie de développement non producteurs de pétrole ont été en mesure, ces dernières années, d'améliorer fortement leur position de réserves en chiffres bruts et ont pu utiliser une fraction de ces avoirs pour faire face à leurs besoins au titre des paiements courants. En outre, ces pays se sont constitués, auprès du secteur bancaire international, un volant très substantiel de facilités de crédit non utilisées sur lequel ils peuvent effectuer des tirages. Enfin, comme ils n'ont pas fait largement appel aux prêts du FMI durant ces dernières années, ils auront la possibilité de se procurer un montant important de moyens de financement auprès de cette institution.

Ces sources de financement ne peuvent cependant apporter qu'une aide passagère, du fait surtout que, pour quelques pays, les réserves et, dans une certaine mesure également, leurs facilités de crédit non utilisées auprès du Fonds, servent en quelque sorte de garantie pour leurs emprunts sur les marchés internationaux et ne pourraient faire l'objet de prélèvements massifs sans compromettre leur cote de crédit. De surcroît, les pays extérieurs au Groupe des Dix détiennent une forte proportion de leurs réserves auprès des banques de l'euro-marché. Le retrait de ces avoirs se traduirait à la fois par une réduction de la capacité de prêt des euro-banques elles-mêmes et par un accroissement de la position débitrice nette de ces pays vis-à-vis du secteur bancaire international.

Pour l'avenir, le recyclage par l'intermédiaire du secteur bancaire international risque de se révéler plus délicat qu'il ne l'a été après les hausses du prix du pétrole de 1973, et ce pour plusieurs raisons. Une fois de plus, des déphasages considérables apparaîtront inévitablement, tant sur le plan géographique que sur celui des échéances, entre le montant des excédents placés par l'OPEP et les besoins de financement des pays importateurs de pétrole. Il est probable que le flux des ressources de l'OPEP se concentrera dans une large mesure sur un nombre relativement faible de pays industriels dont les marchés financiers sont bien développés, tandis que les déficits seront répartis entre un nombre sensiblement plus grand de pays, parmi lesquels de nombreux pays en voie de développement. En outre, étant donné les incertitudes qui se font jour au sujet de l'inflation et des perspectives économiques et politiques dans le monde en général, il se peut que les pays exportateurs de pétrole souhaitent conserver une fraction importante de leurs investissements sous forme d'emplois relativement liquides et à court terme, alors que les besoins de financement des pays importateurs de pétrole revêtiront essentiellement un caractère à long terme.

La raison essentielle pour laquelle les banques pourraient être, cette fois-ci, moins bien placées pour résoudre ce double problème de transformation est liée à la persistance probable de l'excédent de l'OPEP. Après le choc pétrolier de 1974, cet excédent avait déjà été réduit de moitié un an plus tard et, par conséquent, se trouvait ramené à des proportions relativement supportables; cette fois, il semble cependant devoir se maintenir plus longtemps à un niveau élevé. Sur le plan des principes d'une saine gestion bancaire, il n'est pas indifférent de financer un déficit de paiements persistant ou un déficit temporaire, en particulier lorsque l'accroissement des montants empruntés ne se traduit pas par un développement des investissements ni par un relèvement du niveau de l'activité dans les pays emprunteurs. L'assombrissement de l'horizon

économique mondial en général et les incertitudes croissantes qui se manifestent sur le plan politique par suite de l'évolution de la situation en Iran et en Afghanistan sont également de nature à rendre les banques plus circonspectes à l'avenir en matière d'octroi de crédits.

La seconde raison pour laquelle le recyclage peut à présent se révéler moins facile à réaliser est que, contrairement à 1974, la situation de départ des banques est déjà obérée vu qu'elles ont dès maintenant des engagements considérables vis-à-vis du tiers monde. Elles disposent donc peut-être de moins de possibilités qu'auparavant d'accroître leurs risques internationaux plus rapidement que le total de leur bilan. Inversement, l'endettement de certains groupes de pays à l'égard des marchés financiers internationaux s'est sensiblement accru depuis 1974, ce qui n'a certainement pas contribué à améliorer leur cote de crédit.

En troisième lieu, le niveau élevé des taux d'inflation internes, la faiblesse du marché des valeurs à revenu variable et l'expansion rapide des opérations internationales des banques ont généralement provoqué une nouvelle détérioration de la structure financière de certaines d'entre elles. Il est donc possible que, sous l'angle de leurs fonds propres, ces banques soient plus vulnérables et disposent d'une marge de manœuvre plus étroite qu'en 1974. Une difficulté supplémentaire qui, après la progression accélérée des dépôts de l'OPEP au second semestre de l'an passé et au début de 1980, semble déjà exercer ses effets, est peut-être la réticence des établissements de crédit à dépendre dans des proportions excessives d'un seul groupe de déposants pour financer leurs opérations.

Discussions des problèmes bancaires internationaux au niveau des banques centrales

Devant l'expansion rapide, ces dernières années, de l'activité internationale des banques et en particulier de leurs opérations en euro-monnaies, les banques centrales des pays du Groupe des Dix et de Suisse ont été amenées, l'été dernier, à se demander si cette évolution était de nature à soulever des problèmes appelant une action correctrice, soit sur le plan national, soit sur une base coordonnée à l'échelon international. Le débat a porté sur trois points essentiels: les répercussions macro-économiques mondiales de l'expansion de l'activité bancaire internationale; ses effets sur les possibilités laissées aux autorités nationales de maîtriser la liquidité dans leur propre pays; et les questions de «prudence bancaire» soulevées par le développement des opérations internationales des banques, y compris celles de leurs succursales et filiales étrangères.

En ce qui concerne le premier de ces points, il s'agit essentiellement de savoir si l'extension de l'activité bancaire internationale a effectivement exercé une incidence inflationniste à l'échelle mondiale. Cette question revêt divers aspects. Tout d'abord, le rythme d'accroissement des prêts bancaires internationaux est beaucoup plus rapide depuis quelques années dans les principaux pays industriels que celui du crédit bancaire interne. Ensuite, les dépôts non bancaires en euro-monnaies ont progressé; or, ils ne sont pas compris dans les agrégats monétaires nationaux et échappent ainsi au contrôle direct des autorités monétaires des pays en cause. Enfin, les banques ont accordé un volume considérable de facilités, à la fois pour couvrir les besoins de financement extérieur des pays à balance de paiements déficitaires et, dans un certain nombre de cas,

pour permettre aux pays concernés de renforcer leurs réserves en devises. Ces crédits ont-ils permis aux bénéficiaires de différer l'application de politiques d'ajustement indispensables et, en particulier, l'adoption de mesures adéquates de lutte contre l'inflation, avec, pour conséquence, une diffusion de l'inflation vers les pays pratiquant des politiques orientées davantage vers la stabilité, et ont-ils également contribué à l'expansion excessive des réserves globales de change?

Pour évaluer l'éventuelle incidence inflationniste globale de cette évolution, il convient de tenir compte d'autres considérations. En premier lieu, le volume actuel des dépôts non bancaires sur le marché des euro-monnaies, bien qu'en forte progression, est encore très faible par rapport au total des avoirs liquides dans le monde. En outre, la question de savoir si les crédits bancaires internationaux ont exercé une influence généralement inflationniste sur l'économie mondiale dépend de l'utilisation qui en a été faite et de la situation économique générale du moment, plutôt que du seul taux d'expansion de ces crédits. Dans les années qui ont immédiatement suivi les hausses du prix du pétrole de 1973, le système bancaire international a sans aucun doute joué un rôle primordial dans le recyclage des excédents de l'OPEP. Par ailleurs, à partir de 1976, lorsque les crédits bancaires furent également affectés au renforcement des réserves de change d'un certain nombre de pays importateurs de pétrole, y compris ceux dont la balance des paiements courants continuait à être déficitaire, les réserves des pays intéressés atteignaient un niveau qui, par rapport au montant de leurs importations, était beaucoup plus faible qu'au début des années soixante-dix. Ces dernières années, les pays importateurs de pétrole n'ont généralement pas connu une situation d'abondance en matière de réserves.

Une autre question que l'on se pose à propos des effets macro-économiques à l'échelle mondiale de l'activité bancaire internationale a trait au rôle que cette dernière a joué dans les conversions de dollars en d'autres monnaies, notamment au cours des crises du dollar de 1977 et de 1978, et dans la possibilité offerte à divers pays de détenir une fraction importante de leurs réserves en d'autres monnaies. L'euro-marché constitue, à n'en pas douter, un mécanisme efficace pour effectuer à la fois ces conversions et placer des ressources en deutsche marks, francs suisses et autres monnaies que le dollar. L'examen des statistiques ne permet toutefois pas d'affirmer formellement que l'euro-marché a pris une part importante dans ce processus de diversification; de même, on ne saurait imputer l'instabilité des taux de change et la diversification des réserves de devises à l'existence du marché des euro-monnaies.

Compte tenu des conditions fort mouvantes dans lesquelles doivent opérer les banques, il n'est guère possible de porter un jugement d'ensemble valable sur les effets macro-économiques des opérations bancaires internationales, comme en témoignent de manière frappante les modifications intervenues récemment dans la situation économique internationale, et tout spécialement la résurgence d'un vaste excédent de paiements de l'OPEP, la quasi-disparition du déficit de la balance des opérations courantes des États-Unis et l'apparition d'importants déficits de la balance des paiements courants de l'Allemagne et du Japon, alors même que les banques centrales débattaient de ces questions.

Pour ce qui est de la relation entre le système bancaire international et l'efficacité du contrôle monétaire interne dans les différents pays, le marché des euro-monnaies, en facilitant les mouvements de capitaux internationaux, a eu tendance à diminuer

l'autonomie des politiques monétaires internes. Certains pays pensent pouvoir réduire les obstacles que le marché met à leur liberté de manœuvre dans ce domaine, soit en restreignant les mouvements de capitaux entre eux et le reste du monde, soit en suivant une politique souple en matière de taux de change. Toutefois, la situation est quelque peu différente dans les pays où aucune restriction ne limite les mouvements de capitaux, dont la monnaie est largement utilisée sur l'euro-marché et où l'utilisation des réserves minimums non rémunérées assises sur les exigibilités des banques en tant qu'instrument de politique monétaire désavantage le système bancaire national en termes de coût, par rapport au marché des euro-monnaies. Si les résidents de ces pays recourent au compartiment de l'euro-marché en leur propre monnaie, ils peuvent tourner partiellement le contrôle monétaire interne en périodes de resserrement des conditions d'accès au crédit sans encourir de risques de change. Actuellement, ce problème peut surtout se poser en Allemagne et aux Etats-Unis, bien que quelques autres pays risquent, à l'avenir, d'y être également confrontés.

En ce qui concerne le troisième sujet de discussions, on s'accorde généralement à reconnaître que la progression rapide de l'activité bancaire internationale soulève un certain nombre de problèmes «prudentiels»: exercice d'une surveillance efficace des risques encourus par les filiales étrangères des banques, en particulier lorsque les banques mères ne contrôlent pas leurs établissements sur la base de comptes entièrement consolidés et lorsque les dispositifs de surveillance appliqués dans les pays où ces filiales exercent leur activité sont insuffisants; accroissement des risques encourus par les banques vis-à-vis des pays étrangers, notamment de certains pays en voie de développement dont l'endettement extérieur atteint un niveau élevé; et apparition, depuis 1976 jusqu'à fin 1979, d'un marché du crédit bancaire international dominé par les emprunteurs qui, avec le resserrement concomitant des marges d'intermédiation des banques et l'allongement de l'échéance moyenne de leurs prêts, a affaibli l'assise financière de certaines banques et provoqué une augmentation du degré de transformation des échéances. Enfin, étant donné que les banques n'ont guère enregistré de pertes importantes, ces dernières années, sur le plan de leur activité bancaire internationale, certaines d'entre elles en sont peut-être venues à sous-estimer les risques encourus dans ce secteur de leur activité, tout au moins jusqu'aux événements d'Iran, l'an dernier.

Les résultats de ces discussions ont été résumés dans le communiqué de presse publié en avril 1980 par les gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix et de Suisse. S'accordant à reconnaître que la solidité du système bancaire international doit être préservée et qu'il faut éviter à l'avenir tout effet indésirable de ces opérations, tant du point de vue de la situation économique mondiale dans son ensemble que dans les divers pays, les gouverneurs sont parvenus à trois conclusions principales. En premier lieu, ils ont décidé de renforcer la surveillance périodique de l'évolution bancaire internationale en vue de déterminer son incidence sur l'économie mondiale et sur la situation économique des divers pays. Ce dispositif permettra aux banques centrales d'évaluer l'incidence des opérations internationales des banques en fonction de l'évolution de la situation et pourra fournir un cadre permettant d'envisager toute action concertée, dans le domaine de la politique monétaire interne, qui pourrait se révéler appropriée à la lumière de ces évaluations.

En deuxième lieu, les gouverneurs accordent une grande priorité à la mise en application complète des initiatives déjà prises pour améliorer la surveillance des

opérations internationales des banques. Il s'agit en particulier de la surveillance des banques sur la base de bilans consolidés, des méthodes d'évaluation des risques-pays encourus par les banques et de la transformation des échéances par ces dernières. L'importance que les gouverneurs attachent à la prudence en matière d'activité bancaire internationale repose sur deux considérations: la nouvelle progression du volume des crédits bancaires internationaux qu'entraînera le recyclage des récents excédents de l'OPEP; et la conviction que, pour évaluer les risques encourus à cet égard, il ne suffit pas de se référer aux pertes subies jusqu'ici par les banques dans l'exercice de leur activité internationale.

Enfin, les gouverneurs ont reconnu que l'une des raisons pour lesquelles les banques de leur pays ont développé plus rapidement leurs opérations internationales que leur activité sur le plan national est l'existence d'inégalités entre les réglementations et politiques officielles, qui ont favorisé l'expansion des activités bancaires internationales. Les gouverneurs sont convenus de poursuivre leurs efforts en vue de réduire l'influence de ces facteurs. C'est ainsi que l'extension de la surveillance des banques sur la base de bilans entièrement consolidés devrait permettre d'éviter une expansion trop rapide des opérations des filiales de ces banques qui opèrent dans des centres bénéficiant de systèmes de contrôle relativement tolérants.

En même temps, certaines particularités des réglementations et politiques nationales qui favorisent la croissance de l'activité bancaire internationale sont profondément enracinées dans les traditions bancaires et dans les politiques monétaires. Les propositions tendant à les modifier – par exemple, celle qui vise à imposer des réserves minimums sur tous les dépôts en euro-monnaies détenus auprès des banques des pays du Groupe des Dix, y compris leurs succursales et filiales étrangères – soulèvent par conséquent, entre autres problèmes, celui de l'harmonisation des instruments clés de contrôle monétaire utilisés dans ces pays. Pour cette raison, les gouverneurs ont reconnu la difficulté, dans certains cas, de parvenir à concilier la réduction des divergences institutionnelles qui favorisent l'expansion de l'activité bancaire internationale avec la sauvegarde des méthodes de contrôle traditionnelles de la liquidité bancaire dans les divers pays.

Ensemble des flux bancaires internationaux: origines et emplois

L'expansion des avoirs et engagements extérieurs des banques l'an dernier a été due pour une bonne part, comme à l'accoutumée, aux flux de fonds entre pays de la zone déclarante (centres offshore compris). Les avoirs et engagements intra-zone se sont ainsi accrus de \$153 milliards et \$195 milliards respectivement, tandis que les créances et engagements à l'égard des pays extérieurs à la zone déclarante n'ont progressé que de \$65 milliards et \$70 milliards approximativement. Les chiffres des positions entre pays au sein de cette zone sont toutefois fortement gonflés par les duplications d'écritures résultant des dépôts successifs de fonds entre banques déclarantes. Si l'on exclut ces duplications, on peut évaluer à \$65 milliards environ le montant des nouveaux fonds absorbés au sein de la zone déclarante et à quelque \$60 milliards l'offre de nouveaux fonds provenant de l'intérieur de la zone.

Au sein de la zone déclarante, les plus gros emprunteurs de nouveaux fonds ont été les Etats-Unis, l'Allemagne et le Japon; ces emprunts ont été effectués principalement

par les banques, qui en ont affecté une part importante à des prêts et investissements dans leur propre pays, ou au financement du commerce extérieur. Les créances brutes des banques des autres pays déclarants sur les Etats-Unis ont progressé de \$33,7 milliards au cours des neuf premiers mois de 1979, alors que le rétablissement d'un coefficient de réserve obligatoire de 8% sur l'accroissement des emprunts étrangers des banques américaines semble avoir été à l'origine du fléchissement de \$4,8 milliards enregistré pendant le quatrième trimestre. Les créances sur l'Allemagne et le Japon ont augmenté de plus de \$10 milliards dans chaque cas. On note une très forte expansion des créances à l'égard du Royaume-Uni, de l'ensemble Belgique-Luxembourg, de la France et des centres offshore, qui tient en grande partie au rôle de place financière joué par ces pays. En même temps, les prêts en euro-monnaies au secteur non bancaire ont atteint un montant élevé en Belgique et au Royaume-Uni. Dans ce premier pays, le plus gros emprunteur a été le secteur public lui-même, qui s'est procuré \$2,5 milliards environ de nouveaux fonds en euro-monnaies, que ce soit directement auprès de banques sises à l'étranger ou par l'intermédiaire d'établissements opérant en Belgique et au Luxembourg. Dans le cas du Royaume-Uni, les emprunts du secteur non bancaire ont été particulièrement développés à la suite de l'abolition du contrôle des changes, les prêts en euro-sterling à ce secteur progressant de \$1,1 milliard, soit de plus de 150%, pendant le quatrième trimestre. Parmi les autres principaux emprunteurs de nouveaux fonds en euro-monnaies au sein de la zone déclarante, on relève les secteurs non bancaires italien, danois et irlandais.

Si l'on considère l'origine des ressources, les deux plus gros pourvoyeurs de nouveaux fonds au sein de la zone déclarante ont été la Suisse et les Etats-Unis. Les engagements à l'égard de la Suisse ont progressé de \$28,7 milliards, qui représentent, pour plus de la moitié, des fonds fiduciaires placés sur le marché par des banques suisses pour le compte et aux risques de leurs clients; une part importante de ces capitaux provient évidemment de pays extérieurs à la Suisse. Les engagements directs à l'égard du secteur non bancaire helvétique se sont accrus de quelque \$3,5 milliards «seulement». L'endettement vis-à-vis des Etats-Unis s'est amplifié de près de \$22 milliards, dont \$17 milliards environ sous forme de ressources collectées par le secteur non bancaire américain.

Pour ce qui est des pays extérieurs à la zone déclarante, on constate surtout la nouvelle accélération, l'an dernier, des prêts aux pays en développement non producteurs de pétrole et les entrées massives de nouveaux fonds provenant des exportateurs de pétrole. Après avoir connu des expansions de \$11,1 milliards en 1977 et \$24,7 milliards en 1978, les créances des banques déclarantes sur les pays en développement non détenteurs de pétrole sont montées en flèche (+\$37,1 milliards, soit plus de 30%). Ce changement d'allure, qui a résulté principalement de la détérioration des balances des paiements courants de ces pays, a encore été plus prononcé en termes de flux nets. Alors qu'en 1977 les pays en voie de développement avaient été, au total, déposants nets de nouveaux fonds, à hauteur de \$1 milliard environ, et qu'en 1978 leurs emprunts avaient dépassé de \$8,7 milliards seulement leurs nouveaux dépôts, ils ont été emprunteurs nets, l'an dernier, à concurrence de près de \$24 milliards.

Comme d'habitude, l'Amérique latine s'est attribuée de loin la plus large part des emprunts des PVD non producteurs de pétrole, et les créances des banques déclarantes sur ce groupe de pays ont progressé de \$23,6 milliards. Le Mexique (environ

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

	1977	1978		1979			
	décembre	décembre I	décembre II	mars	juin	sep-tembre	décembre
en milliards de dollars EU							
Créances des banques sur:							
pays du Groupe des Dix, Suisse, Autriche, Danemark et Irlande . . .	349,9	472,7	466,9	457,2	490,3	546,7	587,9
<i>dont</i> : zone européenne déclarante	268,6	362,8	359,9	339,7	363,1	394,2	437,5
<i>Etats-Unis</i>	39,8	53,0	53,0	62,0	70,9	86,7	81,9
<i>Canada</i>	11,9	17,9	15,9	16,6	16,8	18,0	19,2
<i>Japon</i>	29,6	39,0	38,1	38,9	39,5	47,8	49,3
Centres financiers offshore ²	98,9	123,8	123,5	121,6	132,9	147,7	155,6
Autres pays d'Europe occidentale . .	40,8	50,7	50,4	49,6	52,4	56,1	58,7
Afrique du Sud, Australie et Nouvelle-Zélande	14,7	13,8	13,5	13,0	13,8	13,9	13,7
Europe de l'Est	38,3	47,6	47,5	47,0	49,5	52,8	55,9
Pays exportateurs de pétrole	39,1	57,2	56,4	55,5	57,7	62,5	64,1
Pays en voie de développement non producteurs de pétrole	98,7	123,4	121,7	127,1	136,6	146,6	158,8
<i>dont</i> : Amérique latine ³	65,9	80,8	79,9	82,8	88,4	94,7	103,5
<i>Moyen-Orient</i>	5,2	6,6	6,5	6,4	7,3	7,4	8,2
<i>Autres pays d'Asie</i>	20,5	24,8	24,3	26,5	29,3	31,7	33,1
<i>Autres pays d'Afrique</i>	7,1	11,2	11,0	11,4	11,6	12,8	14,0
Non attribué ⁴	9,3	15,1	12,9	12,4	13,2	15,2	16,2
Total	689,7	904,3	892,8	883,4	946,4	1.041,5	1.110,9
Engagements des banques envers:							
pays du Groupe des Dix, Suisse, Autriche, Danemark et Irlande . . .	408,5	539,1	533,5	527,5	576,6	635,8	685,9
<i>dont</i> : zone européenne déclarante	314,5	409,6	404,4	395,4	436,0	473,4	528,3
<i>Etats-Unis</i>	74,1	101,9	101,9	100,9	110,1	126,0	123,8
<i>Canada</i>	12,6	15,8	15,7	17,0	17,2	17,8	17,8
<i>Japon</i>	7,3	11,8	11,5	14,2	13,3	18,6	16,0
Centres financiers offshore ²	71,5	97,2	96,9	104,0	115,5	131,1	139,2
Autres pays d'Europe occidentale . .	25,7	35,8	35,4	34,9	37,8	41,4	42,5
Afrique du Sud, Australie et Nouvelle-Zélande	2,4	2,7	2,7	3,2	3,6	3,6	3,6
Europe de l'Est	8,4	10,7	10,6	9,4	9,9	12,6	15,4
Pays exportateurs de pétrole	77,9	83,9	82,5	84,4	87,3	106,9	120,3
Pays en voie de développement non producteurs de pétrole	62,0	78,0	77,1	79,9	83,9	87,3	90,3
<i>dont</i> : Amérique latine ³	25,2	33,9	33,2	34,1	35,4	36,7	38,4
<i>Moyen-Orient</i>	10,0	13,8	13,8	14,0	15,2	15,3	16,0
<i>Autres pays d'Asie</i>	20,1	22,9	22,7	24,5	25,6	26,7	26,6
<i>Autres pays d'Afrique</i>	6,7	7,4	7,4	7,3	7,7	8,6	9,3
Non attribué ⁴	15,6	18,4	17,7	18,5	18,9	17,1	23,2
Total	672,0	865,8	856,4	861,8	933,5	1.035,8	1.120,4

Remarque: les chiffres de ce tableau sont établis en partie sur la base d'estimations. A partir de décembre II 1978, les chiffres concernant les banques sises aux Etats-Unis ne comprennent aucun poste relatif aux valeurs en garde, sauf les certificats de dépôt négociables de banques américaines détenus pour le compte de non-résidents. Auparavant, les seuls postes de valeurs en garde exclus concernaient les avoirs des non-résidents en bons et certificats du Trésor.

¹ Les succursales offshore de banques américaines dont les positions extérieures sont comprises dans les chiffres sont celles qui sont établies aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Panama, à Hong Kong et à Singapour. ² Antilles néerlandaises, Bahamas, la Barbade, Bermudes, îles Caïmans, Hong Kong, Liban, Libéria, Nouvelles-Hébrides, Panama, Singapour et autres Antilles britanniques. ³ Y compris les pays de la zone des Caraïbes qui ne peuvent pas être considérés comme des centres financiers offshore. ⁴ Y compris les institutions internationales autres que la BRI.

\$7,5 milliards), l'Argentine (approximativement \$6,5 milliards) et le Brésil (près de \$5,5 milliards) arrivent nettement en tête des emprunteurs, mais le Chili et la Colombie se sont également procuré des capitaux frais pour un montant appréciable. Le

groupe des «Autres pays d'Asie» vient au second rang des emprunteurs, avec \$8,8 milliards de nouveaux fonds, la Corée du Sud, les Philippines et la Chine intervenant dans ce total pour \$3,4 milliards, \$1,4 milliard et \$1,2 milliard respectivement. Les nouveaux dépôts des pays en développement auprès des banques déclarantes se sont élevés en tout, l'année dernière, à \$13,2 milliards (soit quelque \$3 milliards de moins qu'en 1978), chiffre qu'il convient de rapprocher des \$7,6 milliards que ces pays ont ajoutés à leurs réserves de change. Les plus importants déposants ont été l'Argentine (\$3 milliards), le Mexique (\$1,8 milliard) et la Malaisie (\$1,2 milliard), tandis que le Brésil a prélevé \$2,6 milliards.

Le second fait saillant de l'évolution en 1979 a été la réapparition des pays exportateurs de pétrole parmi les principaux pourvoyeurs de fonds bancaires internationaux. Leurs dépôts auprès des banques déclarantes, qui s'étaient accrus de \$6 milliards seulement en 1978, ont progressé l'an dernier de \$37,8 milliards, soit de 46%. Etant donné que, simultanément, les nouveaux emprunts de ces pays sont revenus de \$18,1 milliards à \$7,7 milliards, leur position d'emprunteurs nets, à concurrence de \$12 milliards, en 1978, est devenue créditrice nette à hauteur de \$30 milliards. Ce renversement d'une ampleur de \$42 milliards, qui équivaut aux deux tiers de l'expansion de l'excédent en compte courant des pays exportateurs de pétrole en 1979, souligne de façon spectaculaire le rôle du secteur bancaire international en matière de recyclage. Mais il est probable que ces chiffres donnent malgré tout une idée trop faible de l'importance des nouveaux fonds fournis par les pays exportateurs de pétrole; en effet, ils ne comprennent pas, par exemple, les capitaux qui ont pu être acheminés vers le marché par l'intermédiaire des comptes fiduciaires tenus en Suisse.

L'expansion identifiée des dépôts des pays exportateurs de pétrole auprès des banques déclarantes s'est répartie comme suit: environ 13% ont été effectués aux Etats-Unis, 5% auprès de banques d'autres marchés nationaux, et les 82% restants sous forme de dépôts en euro-monnaies. En ce qui concerne la composition par monnaie, 70% du total étaient libellés en dollars. Sur le reliquat de \$11 milliards, on estime que \$5 milliards environ étaient en deutsche marks et quelque \$3 milliards en livres sterling.

Comme on s'y attendait un peu, les trois quarts environ des nouveaux fonds pétroliers sont venus des pays du Moyen-Orient. Compte non tenu des capitaux placés auprès de banques opérant en Suisse et aux Etats-Unis, ainsi qu'auprès des succursales des banques américaines dans les centres offshore, capitaux dont on ignore la répartition entre les divers pays exportateurs de pétrole, les principaux déposants ont été l'Iraq (\$7,2 milliards), le Koweït (\$4 milliards) et l'Arabie Saoudite (\$3,3 milliards). Sur la même base, on observe une expansion de \$2,4 milliards des dépôts de l'Iran au cours des neuf premiers mois de 1979, suivie d'un fléchissement de \$0,6 milliard pendant le quatrième trimestre, tandis que les créances sur ce pays ont diminué de \$1,3 milliard sur l'ensemble de l'année.

Les pays d'Europe de l'Est ont ramené leur recours aux crédits bancaires internationaux de \$9,3 milliards en 1978 à \$8,4 milliards l'an dernier. Comme le flux de dépôts s'est en même temps accéléré, le chiffre net des recours aux fonds bancaires internationaux par ces pays est brutalement tombé de \$7 milliards en 1978 à \$3,6 milliards. Cette évolution a toutefois été déterminée principalement par l'Union Soviétique, qui a réduit son endettement net de \$2,6 milliards l'an dernier, alors que celui

des autres pays d'Europe de l'Est a progressé de \$6,2 milliards. En données brutes, les principaux emprunteurs ont été la Pologne (\$3,3 milliards), la République démocratique allemande (\$1,5 milliard) et la Roumanie (\$1,4 milliard).

Les pays développés extérieurs à la zone déclarante se sont procuré \$8,5 milliards de capitaux l'année passée, mais ont également renforcé leurs dépôts de \$8 milliards. L'Espagne représente à elle seule \$2,8 milliards des nouveaux emprunts et \$4,4 milliards des nouveaux dépôts. Les autres gros emprunteurs ont été la Yougoslavie, la Norvège et le Portugal.

Evolution des marchés européens

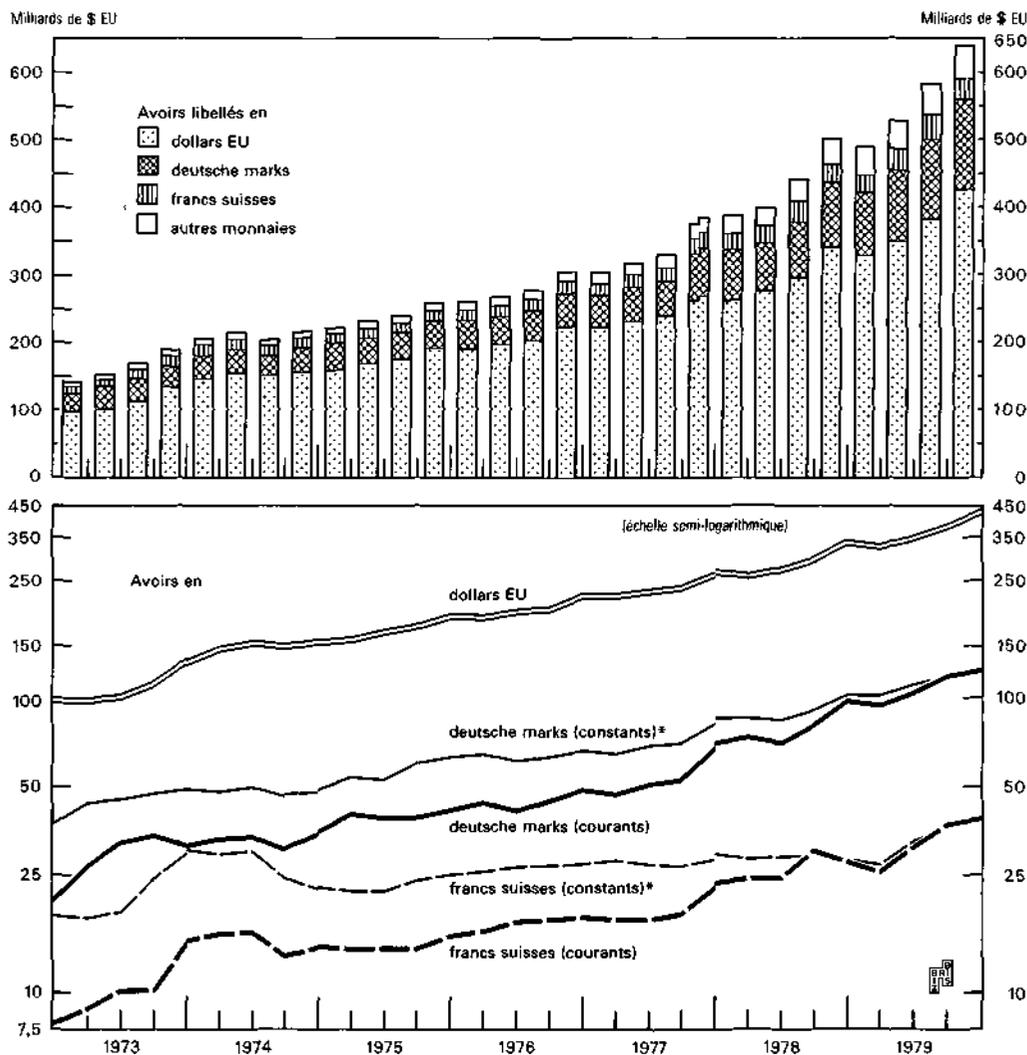
Répartition par monnaie. L'activité internationale des banques des pays européens déclarants a continué à se développer à un rythme très rapide en 1979, leurs créances et engagements extérieurs progressant de 27 et 31% respectivement. Le taux de croissance des avoirs a été inférieur de quelques points à celui de 1978 mais, en valeur absolue, la progression a été beaucoup plus importante de chaque côté du bilan et le gonflement dû à l'incidence des variations de change a été bien moindre.

Comme de coutume, ces progrès ont été en majeure partie imputables aux opérations en euro-monnaies, la fraction des avoirs et engagements classiques, libellés en monnaie nationale, représentant moins de 20%. Une part importante des positions extérieures des banques en monnaie nationale est généralement due aux opérations de financement du commerce extérieur; toutefois, dans le cas de pays comme l'Allemagne et la Suisse, dont les monnaies comptent parmi les plus utilisées sur l'euro-marché, les avoirs et engagements extérieurs en monnaie nationale reflètent dans une large mesure les liens entre ce marché et les marchés nationaux.

En ce qui concerne les positions extérieures en monnaies étrangères, les avoirs et engagements en dollars des banques déclarantes se sont accrus de 26 et 25% respectivement, soit pratiquement aux mêmes cadences qu'en 1978. Le fait saillant de l'an dernier a toutefois été l'expansion très vive (+41%) des engagements extérieurs des banques déclarantes en monnaies étrangères autres que le dollar. Sur un total de \$155,2 milliards de nouveaux engagements en devises, \$67,2 milliards n'étaient pas libellés en dollars, ce qui signifie que la composante non dollar des engagements extérieurs en devises des banques européennes déclarantes est passée de 31,8%, fin 1978, à 34,4%. Le deutsche mark et le franc suisse se sont attribué, comme à l'accoutumée, la majeure partie de cette expansion mais, si l'on considère les taux de croissance, les progressions les plus vives ont été enregistrées par le yen, le franc français et la livre sterling. Si l'on exclut l'incidence des variations de change, le renforcement des dépôts non libellés en dollars a été de \$61 milliards, contre \$26 milliards en 1978. Du côté des avoirs, les positions en monnaies autres que le dollar ont accusé une progression nettement moins forte, de sorte que la position nette des banques en ces monnaies est passée d'un léger solde créditeur de \$0,2 milliard à un solde débiteur de \$17,5 milliards.

Plusieurs facteurs peuvent contribuer à expliquer la très vive expansion des engagements bruts en monnaies autres que le dollar et l'ample retournement de la position nette des banques. L'une des principales influences a été le fait que les perspectives étaient moins favorables, sur le marché des changes, pour les monnaies telles que le deutsche mark, le franc suisse et le yen. Il en est résulté un dénouement des positions

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



N° 2271

* A taux de change constants, fin décembre 1979.

prises sur ce marché par la clientèle des banques, de sorte que celles-ci ont dû faire face à un excédent de l'offre de ces monnaies sur le marché à terme. Elles ont à leur tour couvert leurs achats à terme de ces monnaies à leur clientèle en empruntant ces monnaies au comptant et en les cédant contre dollars ou contre monnaie nationale. En outre, les banques déclarantes ont été incitées, vu le moindre coût des autres devises que le dollar, à emprunter directement des fonds en ces monnaies pour les reprêter à la clientèle résidente. Les mêmes facteurs – taux d'intérêt nettement inférieurs à ceux des emprunts en dollars et moindre probabilité d'appréciation qu'en 1978 – peuvent également aider à comprendre, du point de vue des emprunteurs, la vive accélération, l'an dernier, des prêts bancaires accordés à l'étranger en monnaies autres que le dollar,

Positions extérieures en dollars et en autres monnaies étrangères des banques européennes déclarantes

En fin de mois	Dollars		Autres monnaies étrangères						
	Total	dont à l'égard du secteur non bancaire	Total	dont					
				à l'égard du secteur non bancaire	deutsche marks	francs suisses	livres sterling	florins néerlandais	francs français
en millions de dollars EU									
Avoirs									
1972 décembre	98.000	18.340	33.840	8.000	20.390	7.780	2.180	720	700
1973 décembre I	133.760	23.880	54.840	11.990	31.400	14.590	3.150	1.320	1.750
décembre II ¹	132.110	24.730	55.510	13.980	31.410	15.000	3.080	1.240	1.760
1974 décembre I	155.450	34.350	58.950	18.030	34.620	14.330	2.040	1.870	1.480
décembre II ²	156.230	34.920	58.940	18.080	34.950	14.420	2.050	1.880	1.480
1975 décembre	190.180	40.870	67.950	20.450	41.620	15.430	1.980	2.100	2.570
1976 décembre	224.020	50.820	81.300	22.690	48.680	17.930	2.150	3.780	2.570
1977 décembre I	262.430	64.660	111.370	31.040	67.510	22.560	4.420	4.210	3.270
décembre II ³	268.430	65.550	116.410	31.670	70.350	23.640	5.310	4.280	3.310
1978 mars	262.540	70.330	124.710	35.140	73.500	24.500	5.260	4.850	4.230
juin	275.460	74.150	124.550	34.000	70.650	24.910	6.160	5.010	4.490
septembre	295.800	78.760	145.030	38.200	81.940	30.340	6.960	6.360	5.050
décembre	339.520	84.250	162.450	42.950	97.430	27.890	7.300	6.920	5.860
1979 mars	327.200	85.570	162.340	42.870	94.860	26.000	8.260	7.690	6.420
juin	351.050	90.780	177.700	44.130	104.850	31.480	8.290	7.390	6.750
septembre	384.190	96.710	199.160	49.370	116.870	37.250	9.420	8.080	6.810
décembre	427.980	104.330	211.960	52.410	124.430	39.650	11.370	8.470	7.820
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>positions à l'égard des résidents</i>									
1976 décembre	74.740	21.330	26.920	7.560	.	.	.	.	.
1977 décembre I	91.630	29.060	33.300	8.930	.	.	.	.	.
décembre II ³	92.330	29.370	34.790	9.730	.	.	.	.	.
1978 décembre	105.000	31.170	48.370	12.330	.	.	.	.	.
1979 mars	107.340	34.750	50.780	14.140	.	.	.	.	.
juin	110.540	35.700	59.320	17.610	.	.	.	.	.
septembre	116.070	34.560	65.980	18.990	.	.	.	.	.
décembre	126.570	34.860	69.610	20.250	.	.	.	.	.
Engagements									
1972 décembre	96.730	11.810	35.200	3.620	19.540	8.810	2.210	1.360	1.080
1973 décembre I	130.470	16.370	60.960	5.610	32.140	17.060	4.790	2.260	2.160
décembre II ¹	131.380	17.470	60.720	5.630	32.020	17.160	4.560	2.260	2.130
1974 décembre I	156.180	22.440	64.750	8.100	34.220	18.250	3.560	2.760	2.270
décembre II ²	156.430	22.210	64.340	8.080	34.380	18.290	3.590	2.760	2.270
1975 décembre	189.470	24.280	69.200	6.690	39.940	15.290	3.140	3.550	3.350
1976 décembre	230.040	29.550	80.610	8.970	47.230	15.880	3.980	3.530	3.220
1977 décembre I	272.880	34.200	110.560	12.050	64.970	20.870	5.920	4.900	4.400
décembre II ³	278.840	34.330	117.360	12.230	68.680	22.720	6.870	5.040	4.430
1978 mars	270.450	36.310	125.580	13.810	71.850	24.700	7.040	5.870	5.150
juin	280.950	38.560	127.430	13.060	68.500	26.000	8.570	5.980	6.060
septembre	298.570	39.850	149.330	14.950	79.950	31.460	9.720	7.150	7.050
décembre	348.590	44.340	162.220	16.570	93.080	27.890	10.320	7.400	7.400
1979 mars	336.550	47.810	165.890	18.770	93.250	26.840	11.990	8.110	8.180
juin	359.930	51.820	185.430	18.780	104.630	32.270	13.060	7.650	8.900
septembre	392.420	58.640	212.040	21.570	117.790	38.280	14.550	8.370	9.620
décembre	436.620	64.180	229.420	22.700	127.940	40.710	15.390	8.810	11.370
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>positions à l'égard des résidents</i>									
1976 décembre	64.060	10.660	23.710	4.290	.	.	.	.	.
1977 décembre I	74.620	12.080	29.590	5.330	.	.	.	.	.
décembre II ³	75.310	12.280	30.400	5.460	.	.	.	.	.
1978 décembre	87.690	14.690	45.060	7.440	.	.	.	.	.
1979 mars	85.360	14.210	45.120	7.220	.	.	.	.	.
juin	90.680	16.390	50.060	8.140	.	.	.	.	.
septembre	96.400	16.580	57.590	8.830	.	.	.	.	.
décembre	108.940	17.170	63.940	9.280	.	.	.	.	.

¹ A partir de décembre 1973 (décembre II), les chiffres ne comprennent plus les positions de la BRI en euro-monnaies (incluses précédemment dans les chiffres relatifs aux banques suisses), mais ils englobent certaines positions à long terme non déclarées précédemment. ² Comprend certaines positions à long terme non déclarées précédemment par quelques-unes des banques, ainsi que diverses modifications de détail dans la couverture statistique. ³ A partir de décembre II 1977, comprend les positions des banques sises en Autriche, au Danemark et en Irlande.

notamment en francs suisses et dont l'accroissement est passé de \$27 milliards en 1978 à \$43 milliards (chiffre corrigé de l'influence des variations de change). Enfin, l'une des raisons de l'augmentation particulièrement rapide des engagements non libellés en dollars a été l'élargissement substantiel de l'excédent des pays exportateurs de pétrole, dont une part importante est en général investie traditionnellement sous d'autres formes que dans la devise américaine.

Rôle des différentes places financières. L'expansion des opérations en euro-monnaies, l'an dernier, a été particulièrement marquée au Luxembourg et au Royaume-Uni, où les avoirs extérieurs des banques se sont accrus de 36 et 33% respectivement, contre 27,5% en moyenne pour tous les pays européens déclarants. A l'autre extrême, on ne relève qu'une très faible progression des créances en monnaies étrangères des banques sises en Allemagne et en Suisse. Ces deux pays ont toutefois fourni aux euro-marchés d'importants capitaux en monnaie nationale, et notamment les banques situées en Suisse, qui ont vu leurs créances extérieures en monnaie nationale s'accroître de 41%.

La progression rapide de l'activité bancaire internationale au Luxembourg a été légèrement moins concentrée que les années précédentes sur les opérations en deutsche marks; par contre, les avoirs et engagements extérieurs en francs suisses se sont renforcés de plus de 80%.

La vive expansion des opérations en euro-monnaies sur la place de Londres signifie que la part de marché du Royaume-Uni, qui avait quelque peu diminué les années précédentes, s'est de nouveau élargie en 1979, passant de 40 à 42%. Ce dynamisme a été surtout le fait des succursales et filiales des banques japonaises, qui ont vu leurs avoirs extérieurs progresser de 60% environ. En revanche, la croissance des créances extérieures des succursales et filiales des banques américaines est restée bien inférieure, avec 26%, à la moyenne enregistrée à Londres. On peut remarquer à cet égard que les établissements londoniens des banques américaines ont financé, l'an dernier, près de 60% de l'expansion de leurs prêts extérieurs au moyen de certificats de dépôt, dont le volume s'est gonflé de près de 70%. Leurs autres engagements extérieurs ont augmenté de 16% jusqu'à la mi-octobre, puis se sont contractés de 4,4% au cours des deux mois suivants, en liaison probablement avec les événements d'Iran et les mesures de rétorsion prises par les Etats-Unis.

Il est à noter que l'année dernière, dans presque tous les pays déclarants, les banques ont été largement importatrices nettes de fonds en devises, notamment les établissements opérant en Suisse et en Allemagne. Cependant, alors que dans le cas de la Suisse une chute de la position extérieure nette créditrice des banques en monnaies étrangères a été largement compensée par un renforcement de leur position extérieure créditrice nette en francs suisses, on a assisté, en Allemagne, à d'importantes entrées de fonds libellés tant en monnaies étrangères qu'en monnaie nationale. De ce fait, la position extérieure nette globale des banques allemandes, créditrice à hauteur de \$2 milliards en 1978, est devenue débitrice à raison de \$8,4 milliards l'an dernier. Cette entrée nette de \$10,4 milliards, qui représente pratiquement le double du déficit allemand des paiements courants en 1979, a résulté de placements à l'étranger par les banques allemandes de billets à ordre et autres dépôts assortis d'échéances de quatre ans ou plus, qui sont exonérés des réserves obligatoires ainsi que de l'impôt à la source sur les intérêts.

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

			1977	1978	1979			
			dé- cembre	dé- cembre	mars	juin	sep- tembre	dé- cembre
en millions de dollars EU								
Allemagne fédérale	Avoirs	Monnaie nationale ..	31.450	40.340	40.190	42.630	43.490	47.620
		Dollars EU	12.710	14.720	13.360	13.790	14.100	14.360
		Monnaies étrangères	4.570	6.050	6.150	6.310	7.160	7.350
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	24.330	40.220	37.250	41.320	45.830	54.330
		Dollars EU	12.380	14.510	13.350	13.690	14.760	16.430
		Monnaies étrangères	2.850	4.370	4.180	4.370	6.860	7.000
Autriche	Avoirs	Monnaie nationale ..	1.950	2.930	3.090	3.350	3.910	4.160
		Dollars EU	3.870	4.460	5.010	5.910	5.890	6.610
		Monnaies étrangères	3.570	5.120	4.550	5.980	6.770	7.130
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	540	830	820	850	1.010	1.090
		Dollars EU	4.320	5.300	5.190	5.830	5.940	6.870
		Monnaies étrangères	5.380	7.490	7.080	8.710	9.640	11.040
Belgique	Avoirs	Monnaie nationale ..	2.470	2.800	2.870	2.970	3.230	3.330
		Dollars EU	14.260	18.550	19.490	20.100	22.860	23.310
		Monnaies étrangères	8.650	13.230	13.730	14.340	15.630	16.380
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	3.790	4.730	5.720	5.280	5.590	6.590
		Dollars EU	13.080	18.040	18.900	19.450	21.620	22.200
		Monnaies étrangères	10.450	15.500	16.570	18.060	20.390	21.350
Luxembourg	Avoirs	Monnaie nationale ..	710	1.050	990	1.090	1.420	1.400
		Dollars EU	18.820	22.040	23.010	24.450	25.460	29.300
		Monnaies étrangères	25.220	36.300	38.100	42.030	46.660	50.100
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	570	730	860	790	910	1.030
		Dollars EU	18.680	24.400	25.450	28.590	28.760	32.950
		Monnaies étrangères	23.260	30.080	31.560	33.910	39.350	42.680
Danemark	Avoirs	Monnaie nationale ..	90	90	140	190	290	150
		Dollars EU	1.420	1.640	1.590	1.620	1.650	1.860
		Monnaies étrangères	640	1.200	1.230	1.420	1.650	1.960
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	260	390	380	370	390	410
		Dollars EU	840	1.500	1.530	1.280	1.230	1.900
		Monnaies étrangères	530	860	890	1.110	1.310	1.420
France	Avoirs	Monnaie nationale ..	11.450	18.200	18.100	19.280	21.410	23.180
		Dollars EU	45.160	60.210	53.230	57.730	61.080	71.740
		Monnaies étrangères	17.050	20.570	21.110	22.750	26.180	28.700
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	4.220	5.700	5.760	5.820	6.060	6.610
		Dollars EU	44.430	53.160	46.190	49.220	52.010	61.100
		Monnaies étrangères	18.540	25.630	26.650	29.490	34.600	38.500
Irlande	Avoirs	Monnaie nationale ..	.	.	.	.	.	.
		Dollars EU	710	400	330	390	380	380
		Monnaies étrangères	830	1.110	660	670	820	1.280
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	.	.	.	.	.	.
		Dollars EU	800	550	540	480	640	740
		Monnaies étrangères	890	1.260	910	860	1.030	1.470
Italie	Avoirs	Monnaie nationale ..	300	590	610	600	770	1.320
		Dollars EU	11.480	17.380	10.440	11.740	11.480	21.190
		Monnaies étrangères	3.300	4.780	4.550	5.680	6.400	7.130
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	1.540	2.010	2.010	2.420	2.730	2.900
		Dollars EU	17.010	21.840	15.700	17.010	15.640	25.400
		Monnaies étrangères	4.510	5.960	6.200	8.260	8.800	9.850
Pays-Bas	Avoirs	Monnaie nationale ..	5.240	8.490	9.210	9.640	10.460	11.390
		Dollars EU	15.150	19.470	18.210	20.460	20.380	23.010
		Monnaies étrangères	12.030	17.090	16.690	18.110	20.170	21.470
	Engage- ments	Monnaie nationale ..	5.100	7.930	8.700	8.650	9.070	10.860
		Dollars EU	15.460	20.710	18.820	19.920	20.980	23.320
		Monnaies étrangères	10.010	14.840	15.330	18.050	19.640	21.270

			1977	1978	1979			
			dé- cembre	dé- cembre	mars	juin	sep- tembre	dé- cembre
en millions de dollars EU								
Royaume-Uni	Avoirs	Monnaie nationale ..	12.230	14.740	14.870	15.140	15.480	15.490
		Dollars EU	125.810	156.910	159.610	171.620	196.500	211.760
		Monnaies étrangères	33.400	45.940	44.290	49.840	56.010	58.240
	Engagements	Monnaie nationale ..	11.100	11.950	13.280	14.680	16.040	19.230
		Dollars EU	136.590	167.250	170.370	182.280	207.730	219.980
		Monnaies étrangères	34.770	46.170	46.290	52.110	58.580	61.980
Suède	Avoirs	Monnaie nationale ..	930	860	1.060	1.210	1.100	1.030
		Dollars EU	1.970	2.160	2.260	2.380	2.570	2.950
		Monnaies étrangères	1.210	1.230	1.410	1.530	1.570	1.830
	Engagements	Monnaie nationale ..	580	700	730	860	950	900
		Dollars EU	2.120	2.790	3.470	3.740	4.130	4.620
		Monnaies étrangères	1.290	1.730	2.200	2.600	2.740	3.190
Suisse	Avoirs	Monnaie nationale ..	14.500	19.290	21.430	24.430	27.720	27.170
		Dollars EU	17.070	21.580	20.660	20.860	21.840	21.510
		Monnaies étrangères	5.940	9.830	9.810	9.140	10.140	10.390
	Engagements	Monnaie nationale ..	5.650	6.820	6.390	6.830	7.290	7.440
		Dollars EU	13.130	18.540	17.040	18.440	18.980	21.110
		Monnaies étrangères	4.880	8.330	8.030	7.900	9.100	9.670
Total pour les pays européens déclarants	Avoirs	Monnaie nationale ..	81.320	109.380	112.560	120.530	129.280	136.240
		Dollars EU	268.430	339.520	327.200	351.050	384.190	427.980
		Monnaies étrangères	116.410	162.450	162.340	177.700	199.160	211.960
	Engagements	Monnaie nationale ..	57.680	82.010	81.900	87.870	95.870	111.390
		Dollars EU	278.840	348.590	336.550	359.930	392.420	436.620
		Monnaies étrangères	117.360	162.220	165.890	185.430	212.040	229.420
Canada	Avoirs	Monnaie nationale ..	430	480	500	580	570	580
		Dollars EU	16.480	20.430	20.780	21.450	22.820	22.990
		Monnaies étrangères	1.240	1.460	1.380	1.830	2.000	2.030
	Engagements	Monnaie nationale ..	2.180	2.620	2.640	2.860	3.000	3.080
		Dollars EU	15.860	21.340	23.260	25.380	26.270	28.170
		Monnaies étrangères	840	1.010	910	1.400	1.550	1.560
Etats-Unis ¹	Avoirs	Monnaie nationale ..	90.210	115.370	108.350	115.070	127.250	133.590
		Monnaies étrangères	2.350	3.500	2.590	2.520	2.610	2.440
	Engagements	Monnaie nationale ..	77.940	89.910	96.820	110.690	122.980	128.540
		Monnaies étrangères	920	2.240	1.780	1.960	2.320	2.320
Japon	Avoirs	Monnaie nationale ..	3.550	7.970	8.720	9.490	10.260	11.350
		Dollars EU	15.930	22.520	24.950	24.120	31.290	30.350
		Monnaies étrangères	2.220	3.200	2.960	3.460	3.460	3.730
	Engagements	Monnaie nationale ..	4.110	8.690	7.170	5.380	5.130	3.820
		Dollars EU	23.360	28.490	30.900	31.980	41.910	43.900
		Monnaies étrangères	1.110	1.830	1.730	2.340	3.400	2.770
Succursales offshore des banques américaines ²	Avoirs	Monnaies étrangères ³	91.090	106.520	111.130	118.570	128.590	127.670
	Engagements	Monnaies étrangères ³	91.860	107.480	112.260	118.300	128.960	128.820

¹ A partir de décembre 1978, les chiffres concernant les banques sises aux Etats-Unis ne comprennent aucun poste relatif aux valeurs en garde, sauf les certificats de dépôt négociables de banques américaines détenus pour le compte de non-résidents. Auparavant, les seuls postes de valeurs de garde exclus concernaient les avoirs de non-résidents en bons et certificats du Trésor. Sur l'ancienne base, les chiffres de décembre 1978 étaient les suivants: \$126.540 millions pour les avoirs en monnaie nationale, \$3.870 millions pour les avoirs en monnaies étrangères, \$99.000 millions et \$2.490 millions respectivement pour les engagements. ² Succursales des banques américaines dans les centres offshore des Bahamas, des îles Caïmans, de Panama, de Hong Kong et de Singapour. ³ Y compris des montants négligeables en monnaie nationale.

Au Royaume-Uni également, le durcissement de la politique monétaire et la fermeté du sterling se sont traduits par d'importantes entrées de fonds par le canal du secteur bancaire, principalement sous forme de livres sterling. En conséquence, la position débitrice nette globale des banques britanniques envers l'étranger a doublé, passant de \$7,8 milliards à \$15,7 milliards.

Dimension nette du marché des euro-monnaies. Les chiffres de \$138 milliards et \$155 milliards indiqués pour la progression en 1979 des avoirs et engagements en monnaies étrangères des banques européennes déclarantes sont fortement gonflés par

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

Fin de mois	Zone européenne déclarante		Etats-Unis	Canada et Japon	Autres pays développés	Europe de l'Est ¹	Centres financiers offshore ²	Pays exportateurs de pétrole ³	Pays en voie de développement	Non attribué ⁴	Total
	Total ⁵	dont secteur non bancaire ⁶									
en milliards de dollars EU											
Emplois											
1977 déc.	110,4	77,3	21,3	18,7	30,9	25,7	43,9	15,7	30,3	3,2	300,0
1978 mars	115,6	80,3	18,5	20,4	31,9	27,0	43,4	17,8	31,8	3,6	310,0
juin	117,8	82,3	19,6	20,8	31,9	28,5	44,6	18,6	33,7	3,5	319,0
sept.	127,0	87,0	22,0	21,8	32,9	31,2	51,5	21,0	36,6	4,0	348,0
déc. I	136,0	92,0	24,6	24,6	34,7	31,4	55,0	24,3	40,1	4,3	375,0
déc. II	139,5	94,5	24,6	24,6	34,7	31,4	55,0	24,3	40,1	2,8	377,0
1979 mars	141,8	96,2	25,6	26,3	34,0	30,9	53,2	24,2	44,5	3,5	384,0
juin	147,5	100,9	29,1	27,5	36,1	32,6	58,6	26,3	48,7	3,6	410,0
sept.	160,0	105,2	34,0	32,4	38,2	34,5	66,1	29,4	51,1	4,3	450,0
déc.	171,3	111,3	38,7	33,0	40,5	36,0	67,5	30,4	55,1	4,5	475,0
Origines											
1977 déc.	117,3	56,0	25,4	8,4	18,8	7,0	33,4	54,5	29,6	5,6	300,0
1978 mars	123,2	58,6	26,9	9,6	20,0	6,6	33,9	54,5	31,3	4,0	310,0
juin	131,0	62,1	26,5	9,7	21,6	6,9	35,5	51,4	33,1	3,3	319,0
sept.	140,5	66,3	29,1	11,3	25,2	7,7	39,7	52,6	37,3	4,8	348,0
déc. I	142,5	70,1	37,0	13,0	26,2	8,8	45,4	54,7	39,8	7,6	375,0
déc. II	144,5	70,1	37,0	13,0	26,2	8,8	45,4	54,7	39,8	7,6	377,0
1979 mars	150,5	73,1	38,4	13,3	28,0	7,7	43,7	56,3	42,4	7,7	384,0
juin	163,0	81,4	41,0	13,9	28,1	7,8	45,5	58,6	44,6	7,5	410,0
sept.	167,5	87,0	50,0	15,2	30,9	10,4	49,0	73,2	46,3	7,5	450,0
déc.	174,0	93,0	50,5	15,2	31,7	13,0	52,8	81,0	47,8	9,0	475,0

Remarque: A compter de juin 1979, une modification a été apportée aux méthodes d'estimation, en ce sens que la compensation partielle des avoirs et des engagements interbancaires, limitée précédemment à l'augmentation des positions des banques européennes déclarantes au sein de leur propre zone, a été étendue à leur position à l'égard des Etats-Unis, du Canada, du Japon et des centres offshore. Cette modification est devenue nécessaire à la suite de l'expansion très rapide de ces positions, ce qui donne à penser que ces chiffres ont été sensiblement gonflés par les flux circulaires de fonds interbancaires entre la zone européenne déclarante et ces autres centres financiers.

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

les duplications d'écritures dues aux dépôts interbancaires. Si l'on exclut cette incidence, en tenant compte cependant des fonds en monnaies étrangères utilisés par les banques pour des prêts à leur clientèle résidente, on peut estimer à \$98 milliards le volume des nouveaux fonds acheminés par l'intermédiaire des banques de l'euro-marché dans sa définition étroite, ce qui porte à \$475 milliards le total de l'encours de crédits à la fin de 1979. L'incidence des variations de change n'est intervenue dans l'accroissement que pour \$3 milliards environ, alors qu'elle avait compté pour \$15 milliards dans l'expansion de \$75 milliards enregistrée en 1978.

Du côté des origines, l'accélération de l'expansion du marché en 1979 a été imputable en particulier à deux mouvements. D'une part, les dépôts des pays exportateurs de pétrole, qui n'avaient presque pas augmenté en 1978, ont progressé l'an dernier de \$26,3 milliards, soit de 48%. D'autre part, l'offre de nouveaux fonds d'origine non bancaire au sein de la zone européenne déclarante est passée de \$14,1 milliards en 1978 à \$22,9 milliards. Ces fonds sont venus de Suisse, à raison de 70% environ, par l'intermédiaire essentiellement de comptes fiduciaires. Des augmentations relativement fortes ont également été enregistrées dans les engagements des banques européennes déclarantes à l'égard des Etats-Unis (36%), essentiellement vis-à-vis du secteur non bancaire américain, et à l'égard de l'Europe de l'Est (notamment de l'Union Soviétique). En revanche, la progression des dépôts provenant des pays en développement non producteurs de pétrole et des «Autres pays développés» s'est ralentie l'an dernier.

Du côté de l'emploi des ressources du marché, on note une vive accélération des nouveaux prêts aux Etats-Unis, dont une partie a pris la forme de flux interbancaires, et un important mouvement de conversions en monnaie nationale en vue d'une utilisation sur le marché interne par les banques européennes déclarantes elles-mêmes. Le rythme des nouveaux prêts aux pays en développement non producteurs de pétrole s'est accéléré, passant de \$9,8 milliards en 1978 à \$15 milliards, la position créditrice nette des banques déclarantes à l'égard de ces pays, qui s'établissait à \$0,3 milliard seulement à la fin de 1978, ayant été portée à \$7,3 milliards. On relève également une certaine accélération des nouveaux prêts à l'égard des «Autres pays développés», tandis que la progression des crédits destinés aux pays exportateurs de pétrole et à l'Europe de l'Est s'est ralentie.

Evolution dans les centres extra-européens

Avec le retour au calme sur les marchés de change et le resserrement progressif du crédit interne aux Etats-Unis, la forte tendance à l'accumulation d'avoirs extérieurs nets par les *banques sises aux Etats-Unis*, qui avait marqué le dernier trimestre de 1977 et l'année 1978, s'est renversée l'an dernier. Par suite à la fois d'une accélération des emprunts extérieurs et d'un ralentissement de leurs prêts à l'étranger, la position créditrice nette de ces banques envers les non-résidents s'est fortement contractée, revenant de \$26,7 milliards à la fin de 1978 à \$5,2 milliards.

Les engagements des banques américaines à l'égard de l'étranger ont fait un bond de 42%, soit de \$38,7 milliards. La majeure partie de ces fonds a été obtenue sur les euro-marchés, les engagements interbancaires, principalement à l'égard des propres filiales, succursales ou maisons mères à l'étranger de ces établissements de crédit

intervenant à hauteur de \$30,7 milliards dans cette progression. Les engagements à l'égard des institutions officielles étrangères ont, de leur côté, représenté \$4,7 milliards, tandis que les dépôts provenant du secteur non bancaire ne se sont accrus que de \$2,6 milliards. Cette structure de l'endettement s'est également reflétée dans la ventilation géographique de l'accroissement. Les engagements envers la zone déclarante (centres offshore compris) ont progressé de \$32,3 milliards, tandis que ceux à l'égard des pays exportateurs de pétrole et des pays en développement ont augmenté de \$5 milliards et de \$2,2 milliards respectivement.

Les créances extérieures des banques sises aux Etats-Unis ont marqué l'an dernier une progression de \$17,2 milliards, imputable en majorité aux succursales et filiales des banques étrangères, tandis que, par suite du rapatriement de capitaux qui avaient été antérieurement transférés à leurs filiales et succursales à l'étranger, les créances sur l'extérieur des banques à capital américain n'ont enregistré au total qu'un accroissement très faible. La physionomie des nouveaux prêts offre un contraste frappant avec celle des engagements: la majeure partie a été accordée au secteur non bancaire, les créances sur les emprunteurs étrangers du secteur public et autres débiteurs du secteur non bancaire s'étant développées respectivement de \$5,1 milliards et de \$7,3 milliards. Du point de vue de la répartition géographique, les nouveaux prêts aux pays en développement non producteurs de pétrole et à l'Europe de l'Est se sont élevés respectivement à \$10,8 milliards et à \$0,6 milliard, tandis que les créances sur les pays exportateurs de pétrole enregistraient un léger fléchissement, après plusieurs années de forte expansion.

Les succursales des banques américaines dans les centres offshore des Caraïbes et d'Extrême-Orient ont servi dans une large mesure, l'an dernier, à acheminer des fonds du reste du monde, et notamment des euro-marchés, vers le secteur bancaire des Etats-Unis. Sur la progression totale de \$21,2 milliards des avoirs déclarés par les succursales, \$10,2 milliards ont représenté des créances sur les Etats-Unis et \$6,8 milliards des créances entre centres offshore. En dehors de la zone déclarante, les créances sur les pays en voie de développement ont augmenté de \$4,5 milliards.

En ce qui concerne l'origine des ressources, on constate que les succursales offshore ont sensiblement réduit leurs engagements à l'égard de leurs maisons mères et des autres banques sises aux Etats-Unis, mais que ces remboursements ont été en grande partie compensés par un accroissement des dépôts provenant du secteur non bancaire américain, et que les engagements globaux à l'égard des Etats-Unis n'ont accusé qu'un léger fléchissement. La majeure partie des nouveaux fonds a été fournie par l'euro-marché, les engagements des succursales à l'égard du reste de la zone déclarante (centres offshore compris) marquant une expansion de \$17,8 milliards.

Bien que, pour l'ensemble de l'année, les *banques japonaises* aient enregistré l'un des plus forts taux de croissance de leurs créances extérieures, le durcissement des directives officielles régissant les prêts en euro-monnaies a influé sur les chiffres trimestriels. Après un accroissement d'un tiers pendant les neuf premiers mois de l'année — qui s'ajoutait à un bond de 55% en 1978 — les prêts extérieurs des banques opérant au Japon ont vu leur expansion stoppée net au dernier trimestre, lorsque le ministère des Finances a mis un terme à la participation des banques japonaises aux emprunts consortiaux à moyen terme. Les engagements extérieurs en devises ont progressé de

54% tandis que, par suite de l'affaiblissement du yen, les entrées massives de fonds en monnaie nationale qui s'étaient produites en 1978 s'inversaient brutalement et que les engagements extérieurs en yens des banques fléchissaient en termes de dollars, de \$8,7 milliards à \$3,8 milliards.

Les marchés des obligations internationales

L'année 1979 et les premiers mois de 1980 ont été, pour les marchés des obligations internationales, une période d'intense agitation et d'évolution rapide des conditions du marché. L'ascension des taux d'intérêt sur les principales places financières, l'inversion des courbes de rendement et les incertitudes à l'égard des taux de change ont parfois créé un environnement plutôt défavorable au placement et à la cotation des nouvelles émissions. Néanmoins, grâce à la souplesse du marché, l'activité s'est en général bien maintenue et ce n'est qu'au début de 1980 que la montée en flèche des taux d'intérêt américains à des niveaux jamais atteints a eu pour effet de faire fortement fléchir le volume des émissions.

Le montant total des nouvelles émissions d'euro-obligations et d'obligations étrangères s'est élevé l'an dernier à \$37,1 milliards, soit \$0,2 milliard de moins seulement qu'en 1978. Les perturbations se sont reflétées toutefois dans la structure des nouvelles émissions. Les émissions d'obligations étrangères, qui ont été le plus directement touchées par le resserrement des marchés nationaux, ont diminué de \$2,2 milliards, pour s'établir à \$19,2 milliards. Ainsi, les emprunts étrangers lancés sur le marché américain ont été ramenés à \$4,6 milliards, soit \$1,8 milliard de moins que l'année précédente, par suite de la contraction du volume des emprunts d'origine canadienne et européenne. Les émissions étrangères en yens sur le marché japonais, qui se sont ressenties non seulement de la hausse des taux d'intérêt, mais également de l'affaiblissement du yen et des emprunts massifs effectués par le gouvernement nippon, ont régressé de \$4,7 milliards à \$3,1 milliards. En revanche, les émissions étrangères en Suisse ont atteint le chiffre remarquable de \$9 milliards, soit \$1,5 milliard de plus qu'en 1978. Les emprunteurs étrangers ont été attirés vers ce marché par le niveau relativement bas des taux d'intérêt et la moindre fermeté du franc suisse. Les mêmes raisons ont, bien entendu, atténué quelque peu l'intérêt des investisseurs pour ce marché. Malgré l'abondance de la liquidité interne et la suppression, en janvier 1979, des restrictions sur les achats par les non-résidents de titres libellés en francs suisses, le marché a connu des phases de congestion, de sorte qu'il a fallu réduire par moments l'activité dans le domaine des émissions étrangères.

Le marché des euro-obligations a été un peu plus soutenu que celui des obligations étrangères. Après être revenu de \$19,5 milliards en 1977 à \$15,9 milliards en 1978, le volume des nouvelles émissions s'est redressé à \$17,9 milliards l'an dernier. Cette reprise s'explique par l'amélioration de la tenue du dollar EU sur les marchés des changes et l'extension de la formule des émissions à intérêt variable et d'autres du même genre qui ont permis au marché de surmonter les graves incertitudes liées aux sombres perspectives en matière de hausse des prix. L'incidence de ces deux facteurs s'est surtout fait sentir dans le compartiment du dollar, où le volume des émissions est remonté de \$7,7 milliards en 1978 à \$10,5 milliards et où, dans le même temps, la proportion des titres émis sous forme d'effets à taux variable est passée d'environ 30 à

Emissions d'obligations internationales¹

Pays ou zone d'origine des emprunteurs	Années	Euro-émissions				Emissions étrangères			
		Total	dont:			Total	dont:		
			dollars EU	deutsche marks	placements privés		aux Etats-Unis	en Suisse	placements privés
en millions de dollars EU									
Europe occidentale	1977	9.010	5.740	2.780	1.860	5.060	1.280	2.650	2.910
	1978	5.410	2.440	2.240	1.310	6.090	1.640	2.590	1.840
	1979	7.120	3.730	2.030	1.280	5.660	970	4.030	2.440
	1980/1	1.980	900	760	110	1.260	30	890	590
Canada	1977	1.950	990	410	70	3.430	2.980	360	1.830
	1978	830	470	360	380	3.930	3.270	230	990
	1979	1.400	830	30	30	2.720	2.060	510	560
	1980/1	—	—	—	—	580	490	10	40
Etats-Unis	1977	1.300	1.190	10	430	220	—	20	200
	1978	1.290	970	230	200	370	—	220	150
	1979	2.570	2.480	60	130	160	—	60	—
	1980/1	350	240	110	110	1.260	—	90	90
Autres pays développés ² . . .	1977	2.080	1.450	590	320	1.450	670	660	510
	1978	2.550	920	1.590	400	2.940	410	1.870	2.080
	1979	1.730	730	960	250	3.620	80	3.180	2.880
	1980/1	210	200	10	10	710	—	460	440
Reste du monde ³	1977	2.660	990	1.190	500	1.610	820	400	440
	1978	2.990	1.080	1.290	750	2.200	440	540	830
	1979	1.830	1.300	410	210	1.410	370	280	330
	1980/1	20	20	—	—	50	30	20	30
Organismes internationaux . . .	1977	2.480	1.980	240	880	4.840	1.920	870	1.810
	1978	2.870	1.810	820	1.230	5.850	600	2.000	3.070
	1979	3.250	1.460	1.370	1.280	5.610	1.110	900	2.860
	1980/1	140	40	50	60	710	250	220	110
Total des émissions placées	1977	19.480	12.340	5.220	4.060	16.610	7.670	4.960	7.700
	1978	15.940	7.690	6.530	4.270	21.380	6.360	7.450	8.960
	1979	17.900	10.530	4.860	3.180	19.180	4.590	8.960	9.070
	1980/1	2.700	1.400	930	290	4.570	800	1.690	1.300

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

35%. Ces effets ne sont pas très répandus dans le public, mais sont acquis en majeure partie par les banques elles-mêmes et se rapprochent ainsi davantage, à certains égards, du marché des euro-crédits que de celui des émissions.

A l'inverse de l'évolution dans le compartiment dollar, les émissions en euro-deutsche marks ont fléchi à \$4,9 milliards, contre \$6,5 milliards en 1978. Etant donné le changement intervenu sur le marché des changes pour le deutsche mark, les rendements des euro-deutsche marks n'ont plus, semble-t-il, paru aussi attrayants pour les investisseurs qu'en 1978. En outre, afin de limiter le rôle international de cette monnaie, la Bundesbank a invité les banques à ne pas appliquer la formule du taux d'intérêt variable aux émissions en deutsche marks. Les émissions d'euro-obligations libellées en autres monnaies ou en unités de compte sont restées d'importance secondaire, celles en euro-dollars et en euro-deutsche marks ayant représenté au total 86% du volume global des nouveaux emprunts.

En ce qui concerne les groupes d'emprunteurs, il convient de signaler en particulier les difficultés accrues rencontrées l'an dernier par les pays en voie de développement pour accéder directement au marché des émissions internationales. Ce fut le cas notamment au quatrième trimestre, lorsque la détérioration brutale des conditions du marché a porté un rude coup aux emprunteurs de second ordre. En conséquence, le volume des ressources empruntées directement par les pays en développement est tombé de \$5,2 milliards en 1978 à \$3,2 milliards; les émissions lancées par les organismes internationaux de développement (à l'exclusion des institutions européennes) ont cependant atteint \$5 milliards, chiffre qui n'est que légèrement inférieur à celui de 1978.

Le recours des pays de l'OCDE aux marchés des émissions s'est élargi, passant de \$22,8 milliards en 1978 à \$24,6 milliards. Les sociétés américaines, profitant des conditions relativement plus favorables sur le marché international par rapport au marché intérieur, ont porté leurs émissions de \$1,7 milliard à \$2,7 milliards. Les emprunteurs japonais ont accru leur recours au marché, de \$2,8 milliards à \$3,8 milliards. Ils ont été surtout attirés par les compartiments du franc suisse et du deutsche mark, où les taux d'intérêt étaient relativement peu élevés. Cependant, l'attrait des investisseurs pour les émissions japonaises, sous forme essentiellement d'obligations convertibles, s'est réduit au second semestre par suite de la faiblesse des cours des valeurs à revenu variable à la bourse de Tokyo. Dans d'autres pays comme la Suède, la France et les Pays-Bas, les résidents ont également accru leur recours au financement par émission d'obligations internationales. En revanche, le Canada, de loin le plus gros emprunteur en 1978, a ramené de \$4,8 milliards à \$4,1 milliards le montant brut de ses emprunts, le déficit des paiements ayant été assuré pour une bonne part à l'aide de capitaux à court terme acheminés par le secteur bancaire.

Au cours de 1979, les marchés ont traversé différentes phases, caractérisées par de brusques et fréquents revirements d'opinion qui traduisaient l'incertitude profonde au sujet de l'inflation, de l'évolution conjoncturelle et des retombées des nouvelles hausses du prix du pétrole sur l'économie. L'année s'était ouverte dans un climat assez favorable, marqué par l'amélioration des perspectives d'évolution du dollar sur le marché des changes et l'espoir d'un recul des taux d'intérêt à long terme. La conjonction de ces deux facteurs a permis un retour en force des émissions en euro-dollars qui, de \$1 milliard seulement au dernier trimestre de 1978, sont passées à \$2,7 milliards au premier trimestre de 1979 et à \$3,7 milliards au deuxième trimestre. Cette expansion remarquable a été obtenue malgré l'inversion de la courbe des rendements et un marché assez agité, vers lequel les emprunteurs se sont précipités pour bénéficier des conditions favorables alors que les investisseurs faisaient preuve d'un certain attentisme, ce qui a provoqué à diverses reprises un engorgement du marché.

Pendant l'été, les nouvelles difficultés du dollar sur le marché des changes et la vive accentuation de la tendance à la hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis ont une fois de plus marqué un tournant dans l'évolution du compartiment des obligations en euro-dollars. A partir de septembre notamment, la montée en flèche des taux américains a entraîné des baisses records des cours des obligations en dollars et provoqué le report ou le retrait de la plupart des nouvelles émissions à taux fixe en dollars. De ce fait, l'activité déployée dans le domaine des émissions est tombée à environ 69% du

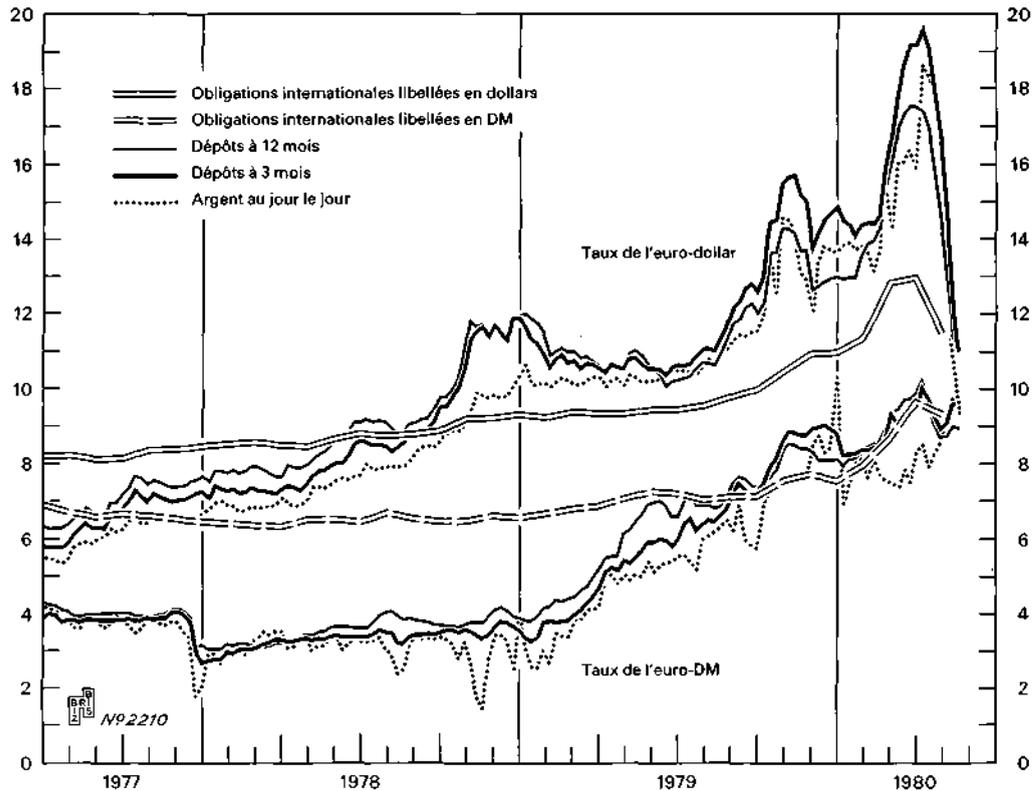
volume enregistré au deuxième trimestre, tandis que les rendements progressaient de quelque 9½% en juillet à près de 11% en novembre.

Après un deuxième trimestre plutôt léthargique, la demande de titres libellés en francs suisses et en deutsche marks s'est brusquement gonflée durant l'été 1979 en raison du nouvel accès de faiblesse du dollar, et l'activité des émissions internationales dans ces deux compartiments du marché s'est fortement développée. Au quatrième trimestre, cependant, l'orientation nettement plus restrictive de la politique monétaire interne des États-Unis et son effet apaisant sur le marché des changes ont permis aux autorités allemandes et suisses, préoccupées par la recrudescence des pressions inflationnistes internes, de durcir quelque peu les conditions du crédit. Ces différents facteurs ont été particulièrement ressentis dans le compartiment du franc suisse, où les émissions pour compte étranger sont tombées à 55% de leur niveau – certes très élevé – du troisième trimestre.

L'intensification des anticipations inflationnistes aux États-Unis et l'incidence de cette évolution sur les taux d'intérêt du dollar et les marchés des émissions américaines ont entraîné une détérioration, au premier trimestre de 1980, des conditions régnant

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

Moyennes hebdomadaires et taux de fin de mois



* Les rendements des obligations sont calculés à l'échéance moyenne.

sur le marché des euro-obligations. Alors que les rendements des obligations en euro-dollars se voyaient propulsés de 11% environ à la fin de 1979 au niveau sans précédent de 13% trois mois plus tard, le volume des nouvelles émissions en dollars est revenu à \$1,4 milliard, soit guère plus de la moitié de la moyenne trimestrielle de 1979, malgré le redressement spectaculaire de la monnaie américaine sur le marché des changes. Les répercussions internationales de cette envolée des taux d'intérêt aux États-Unis et de la fermeté du dollar ont également pesé sur les conditions des émissions en euro-deutsche marks et sur les emprunts étrangers émis en francs suisses; les rendements des obligations en euro-deutsche marks ont marqué une progression de plus de 200 points de base pour atteindre environ 9½% à la fin du trimestre et, en mars, le calendrier des émissions a dû être fortement allégé pour ces deux compartiments.

Dans le courant d'avril, toutefois, le marché des obligations a très vite réagi à l'assouplissement soudain de la situation monétaire interne aux États-Unis et au recul accentué des taux d'intérêt à court terme du dollar. Malgré les prévisions pessimistes formulées antérieurement, l'activité a recommencé à se développer très fortement dans le domaine des émissions et, à la fin du mois, les rendements des obligations en euro-dollars avaient fléchi de 1½% par rapport à leur sommet de mars.

VII. LA SCÈNE MONÉTAIRE INTERNATIONALE

Ce chapitre décrit les principaux événements qui se sont produits sur la scène monétaire internationale au cours des dix-huit derniers mois. La première section traite de l'évolution des taux de change, essentiellement caractérisée par les faits suivants: poursuite du redressement du dollar en 1979 et, parallèlement, meilleure stabilité des taux de change des autres grandes monnaies, à l'exception du yen et de la livre sterling; variations prononcées du dollar par rapport à la plupart des monnaies européennes en mars-avril 1980 et première année de fonctionnement du mécanisme de change du Système monétaire européen. La deuxième section examine les principaux facteurs ayant contribué à cette stabilité accrue de la plupart des grandes monnaies durant la majeure partie de la période sous revue, ainsi que les perspectives de stabilisation monétaire. La troisième section traite de l'évolution de la production et du marché de l'or, notamment de la hausse sans précédent du prix du métal sur le marché en 1979 ainsi que pendant les premières semaines de 1980, et du recul brutal des cours qui lui a succédé. La quatrième section décrit l'évolution des réserves globales, dont les faits saillants ont été le ralentissement de la croissance des réserves en devises (provoqué dans une large mesure par le retournement très marqué de la balance des paiements des Etats-Unis ainsi devenue excédentaire), les répercussions sur les avoirs officiels en or de la hausse du cours du métal et l'introduction de l'unité monétaire européenne (ECU) en tant qu'avoir de réserve détenu par les autorités monétaires des pays participant au Système monétaire européen. Pour finir, le chapitre passe rapidement en revue la situation actuelle et les perspectives des réserves globales.

Evolution des taux de change

Trois traits principaux ont caractérisé l'évolution des taux de change au cours de la période considérée. Le premier a été le redressement du dollar EU, dont la faiblesse avait été la cause fondamentale de l'agitation du marché des changes en 1977-78. Au début d'avril 1980, le dollar avait regagné les trois quarts de la perte de 18% accusée entre juillet 1977 et octobre 1978 par son indice pondéré en fonction des échanges commerciaux. Ce redressement ne s'est toutefois pas opéré de façon continue et, à certains moments, à partir de la mi-juin 1979, le dollar s'est trouvé soumis à de très fortes pressions. De surcroît, on a assisté en mars et avril 1980 à des variations brutales de la monnaie américaine par rapport à certaines autres grandes monnaies. Le deuxième trait a été les fluctuations très accentuées qui ont affecté les taux de change du yen et de la livre sterling. Au début d'avril 1980, le taux de change pondéré du yen était tombé à un niveau inférieur de 23% environ à celui de fin 1978; ce fléchissement fut suivi d'une appréciation, et un mois et demi plus tard, vers la fin de mai, la monnaie japonaise avait regagné 11%. En revanche, la livre sterling s'est raffermie de près de 16% sur la base pondérée pendant la période sous revue. Le troisième trait a été la stabilité relative des taux de change des autres grandes monnaies. Le taux de change pondéré du franc suisse, qui avait progressé de plus de 40% entre septembre 1977 et septembre 1978, a fluctué au sein d'une marge de 11 $\frac{3}{4}$ % durant la période considérée et celui du deutsche mark, qui s'était accru de 15% de fin 1976 à octobre 1978, a oscillé à l'intérieur d'une marge de 7 $\frac{1}{4}$ %. Par rapport au dollar également, ces deux monnaies

ont enregistré, sauf en mars-avril 1980, des variations moins accentuées qu'auparavant. Ailleurs en Europe, la zone de stabilité des changes s'est élargie du fait de l'adhésion du franc français, de la lire italienne et de la livre irlandaise au mécanisme de change du Système monétaire européen; dans le même temps, le dollar canadien se stabilisait après sa chute brutale de 1977-78.

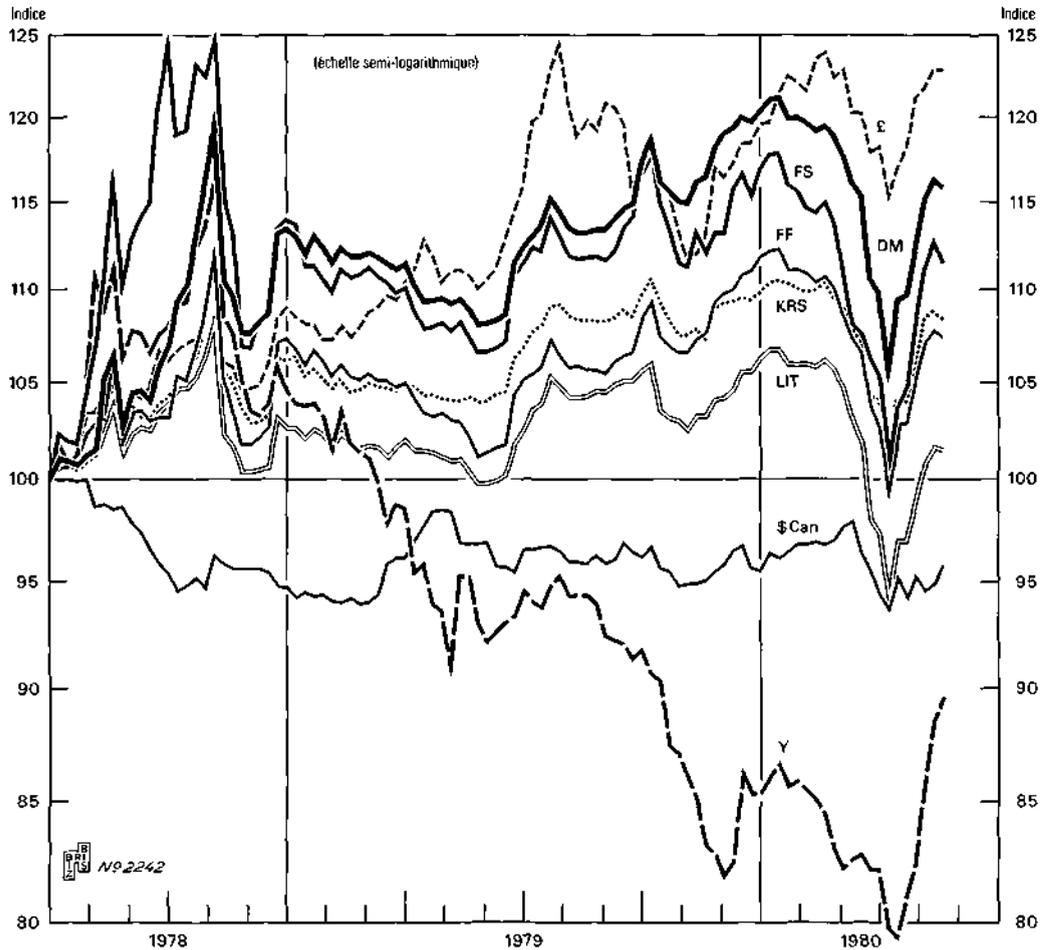
Le raffermissement du dollar n'a pas seulement contribué à des fluctuations de change totalement différentes de celles de 1977-78, il a également amélioré le climat général des marchés. Pendant la majorité de la période sous revue, ceux-ci ont été exempts des mouvements exagérés observés au cours des deux années antérieures, même s'ils ont nécessité de temps à autre d'importantes interventions de la part des autorités. En mars et avril 1980, cependant, le dollar s'est tout d'abord inscrit en hausse pour fléchir ensuite d'environ 10% contre certaines autres grandes monnaies, les variations enregistrées atteignant parfois près de 5% en une seule journée.

Les opérations de soutien effectuées en novembre et décembre 1978 par les autorités américaines pour un montant total de \$6,7 milliards et les achats substantiels de dollars de la part des autorités allemandes, japonaises et suisses ont permis au *dollar EU* d'amorcer de lui-même un redressement à partir de janvier 1979; ce redressement est allé de pair avec le renforcement de la confiance; l'apparition d'écart de taux d'intérêt sensibles en faveur de la monnaie américaine est alors devenu le principal facteur d'influence sur les marchés des changes. A la fin d'avril, les autorités américaines avaient remboursé la totalité de leur endettement en devises envers d'autres banques centrales; début juin, le dollar s'était redressé d'environ 10% par rapport à son niveau le plus bas de 1978 sur la base pondérée, tandis que, par rapport au yen, au franc suisse et au deutsche mark, il s'était apprécié de 25 $\frac{3}{4}$ %, 16 $\frac{1}{2}$ % et 10 $\frac{3}{4}$ % respectivement.

A la mi-juin, alors que les écarts favorables de taux d'intérêt s'étaient rétrécis considérablement, le dollar a de nouveau été soumis à des pressions à la baisse qui ont amené les autorités américaines, en juin et juillet, à céder un montant net de devises d'une contre-valeur de \$4,7 milliards, sous forme principalement de deutsche marks. Après une période de stabilité vers la fin de juillet, le dollar s'est affaibli une fois de plus à la mi-septembre, en raison de l'accélération de la hausse des prix aux Etats-Unis et de la persistance d'une progression des agrégats monétaires supérieure à l'objectif fixé. Les autorités américaines cédèrent sur le marché l'équivalent de \$4,2 milliards en deutsche marks entre le début d'août et le début d'octobre, cependant qu'en septembre le taux d'escompte de la Réserve fédérale était porté à 11%. Au cours de ce dernier mois, le dollar a perdu 4 $\frac{3}{4}$ % par rapport au deutsche mark et 6 $\frac{1}{2}$ % contre le franc suisse, pour se situer à DM 1,74 $\frac{1}{4}$ et FS 1,55 $\frac{1}{4}$ fin septembre. Toutefois, sur la base pondérée, le recul a été à peine supérieur à 1%, du fait essentiellement de l'appréciation du dollar par rapport au yen.

Le 5 octobre, la Réserve fédérale annonçait un vaste train de mesures de resserrement monétaire (présenté au Chapitre IV), et le dollar a commencé à se redresser vis-à-vis de toutes les grandes monnaies. Début novembre, le taux de change effectif avait progressé de 4 $\frac{1}{4}$ % à partir de son niveau de fin septembre et dépassait ainsi celui de début juin. Cependant, après la mi-novembre, les événements politiques et économiques, et notamment l'occupation de l'ambassade des Etats-Unis à Téhéran, l'intervention militaire soviétique en Afghanistan, le renchérissement du pétrole et la flambée des cours des métaux précieux et de quelques autres matières premières, ont fait

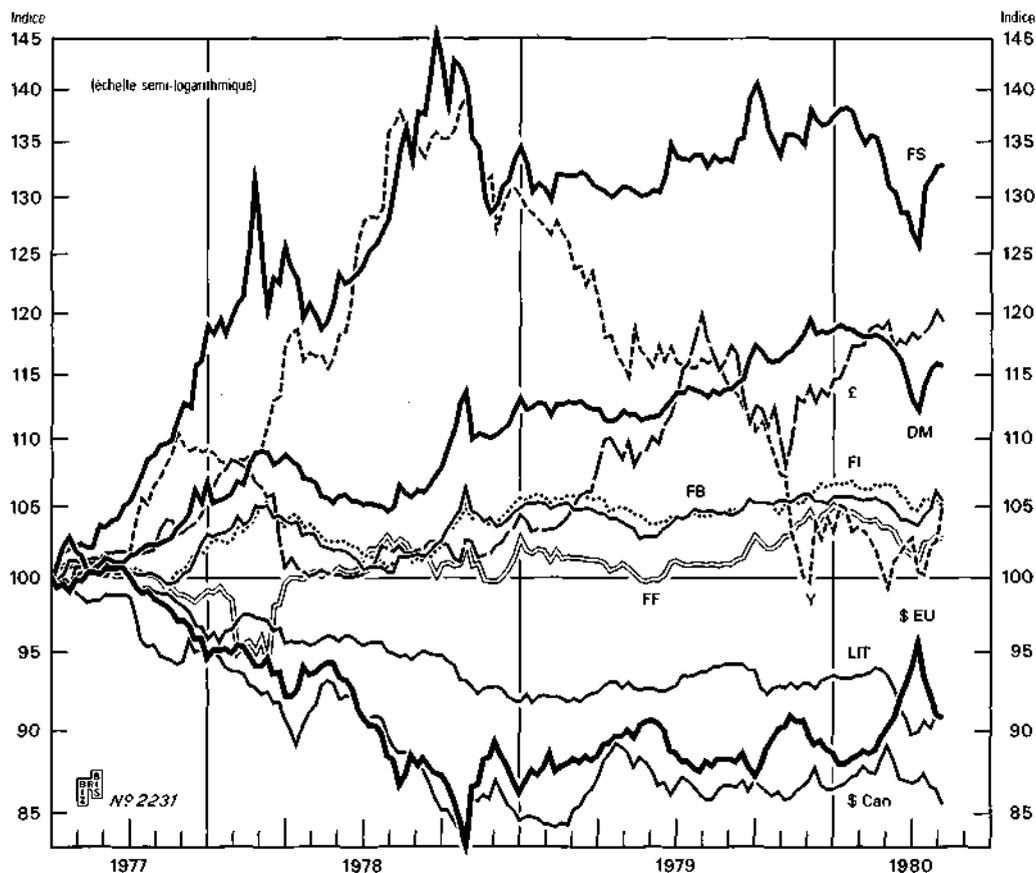
Taux de change nominaux:
Indice des cours au comptant d'un certain nombre de monnaies par rapport au dollar EU
 Chiffres du mercredi, fin juin 1978 = 100



naître de nouvelles tensions. Au début de janvier 1980, le taux de change effectif du dollar se situait à un niveau inférieur d'environ 3% à ceux de début juin et de début novembre 1979. Le dollar atteignait son point le plus bas à l'égard du deutsche mark (DM 1,70 environ).

A la mi-janvier 1980, un changement d'opinion se produisit sur le marché en faveur du dollar. Les opérateurs commencèrent à réviser leur jugement quant à la vulnérabilité d'autres pays aux événements énumérés ci-dessus. En outre, la balance des opérations courantes des Etats-Unis s'était considérablement améliorée en 1979, tandis que celles de l'Allemagne et du Japon notamment s'étaient détériorées. Après l'annonce du train de mesures monétaires et financières de caractère anti-inflationniste exposées au Chapitre IV (page 75) et la nouvelle et forte hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis, le dollar se mit à progresser à vive allure, entre le 12 mars et le 1er avril, gagnant environ 9 $\frac{3}{4}$ et 8 $\frac{1}{2}$ % respectivement vis-à-vis du deutsche mark et du franc suisse. Ce mouvement s'inversa rapidement lorsque les taux d'intérêt en dollars

Taux de change effectifs
Chiffres du vendredi, indice: fin juin 1977 = 100



Source : Banque d'Angleterre.

commencèrent à fléchir début avril, ramenant ainsi l'écart favorable par rapport au deutsche mark d'environ 10 points à 1 point seulement à la mi-mai. Vers la fin du mois, la monnaie américaine avait perdu 9½% par rapport au deutsche mark, pour se situer à DM 1,79, et 11¼% par rapport au franc suisse pour coter FS 1,66.

Entre le début de janvier et la fin de mai 1979, le *deutsche mark* a fléchi contre dollar, passant de DM 1,80¾ à DM 1,92¼. Durant cette période, la Bundesbank est intervenue massivement afin d'atténuer les fluctuations du taux de change, de telle manière qu'elle subit une perte de réserves monétaires de \$6,6 milliards. En outre, les autorités américaines effectuèrent des achats nets de deutsche marks pour la contre-valeur de \$4,5 milliards au cours du premier semestre. A partir de la mi-juin, comme la politique monétaire de la Bundesbank a visé de plus en plus à contenir les pressions inflationnistes, le deutsche mark, qui se redressait depuis quelques semaines vis-à-vis des autres monnaies participant au mécanisme de change du SME, commença à se raffermir par rapport au dollar également. La Bundesbank comme la Réserve fédérale intervinrent sur une assez grande échelle et, après que le deutsche mark eut atteint DM 1,80¼ contre dollar à la mi-juillet, les pressions s'atténuèrent. A ce stade, le taux de change effectif du deutsche mark avait progressé de 2¼% depuis la mi-mai et se

situait à $\frac{3}{4}\%$ au-dessus de son niveau de la fin 1978. A partir de la mi-septembre, cependant, lorsque le dollar se trouva de nouveau soumis à des pressions, les capitaux furent davantage attirés par le deutsche mark que par les autres monnaies du SME. La Bundesbank effectua des interventions massives sur le marché, comme en témoigne le gain de réserves de \$2,4 milliards enregistré ce mois-là, et quelques autres participants au SME furent amenés à vendre d'importants montants de deutsche marks pour soutenir leur monnaie. Juste avant le réajustement des parités au sein du SME le 24 septembre, le deutsche mark se situait à DM 1,77 $\frac{1}{4}$ par rapport au dollar, tandis que son taux de change pondéré avait progressé de 2% depuis la mi-juillet. C'est alors qu'il fut réévalué de 5% contre la couronne danoise et de 2% à l'égard des autres monnaies participant au mécanisme de change du SME.

Les tensions au sein du SME se sont dès lors atténuées, et le deutsche mark, qui avait atteint DM 1,73 $\frac{3}{4}$ début octobre, commença à fléchir également par rapport au dollar, de sorte que, dans le courant du mois, son taux de change atteignit DM 1,81 $\frac{1}{4}$. En novembre, cependant, les pressions à la hausse sur le deutsche mark reprirent, et son cours contre dollar s'établit, début décembre, tout juste au-dessus de DM 1,70. Pendant le premier trimestre de 1980, le deutsche mark fléchit sensiblement vis-à-vis du dollar. Fin février, le cours du dollar avait atteint DM 1,77 $\frac{1}{4}$, et ce recul s'est accéléré en mars lorsque l'écart des taux d'intérêt sur les investissements à court terme dans les deux monnaies s'est élevé à près de 10 points. Début avril, lorsque le cours du dollar se situa à DM 1,97 $\frac{3}{4}$, la baisse du deutsche mark depuis début décembre atteignait 13 $\frac{1}{2}\%$ par rapport au dollar et 5 $\frac{1}{4}\%$ sur la base pondérée. Le redressement rapide qui s'opéra ensuite ramena le cours du dollar à DM 1,79 fin mai; le taux de change pondéré du deutsche mark s'établissait alors à 3% au-dessus de son niveau du début d'avril.

Pendant les cinq premiers mois de 1979, le taux de change du *franc suisse* a régressé de 2 $\frac{3}{4}\%$ sur la base pondérée et de 7 et 2 $\frac{1}{4}\%$ respectivement par rapport au dollar et au deutsche mark. Un certain nombre de facteurs expliquent cette évolution: le retour de la confiance dans le dollar, un écart de 10 points entre les taux d'intérêt à court terme en dollars et en francs suisses, les effets de la politique mise en œuvre en octobre 1978, qui fixait un plafond au taux de change par rapport au deutsche mark, et la décision prise par les autorités de ne pas assigner d'objectif à la croissance monétaire pour 1979. En dépit d'opérations de soutien réalisées par les autorités suisses de mars à mai 1979 pour un total de \$7,5 milliards, le recul du franc par rapport à son niveau record de septembre 1978 atteignait, à la fin de mai 1979, 10 $\frac{3}{4}\%$ sur la base pondérée, cependant qu'il était d'environ 16% par rapport au dollar et au deutsche mark, dont le raffermissement avait amené les taux de change à FS 1,74 et FS 0,90 $\frac{1}{2}$ respectivement. Le 31 mai, les autorités helvétiques rapportèrent certaines mesures de contrôle sur les importations de capitaux, et notamment le système d'autorisation préalable imposé aux emprunts supérieurs à FS 50.000 effectués à l'étranger par le secteur non bancaire, l'obligation pour les banques d'équilibrer en fin de journée le montant total de leurs engagements et celui de leurs avoirs en monnaies étrangères et, enfin, la faculté laissée à la Banque Nationale Suisse, mais jamais utilisée, de stériliser le produit en francs suisses des interventions sur le marché des changes.

A partir de la mi-juin, le dollar accusa un fléchissement qui profita au franc. Son cours tomba à FS 1,62 $\frac{1}{2}$ à la mi-juillet et à FS 1,54 $\frac{1}{4}$ début octobre. A ce stade, le taux de change pondéré du franc avait progressé depuis fin mai de quelque 6%, malgré la

grande stabilité de la monnaie helvétique, dont la parité par rapport au deutsche mark oscillait légèrement autour de FS 0,90. A la suite des mesures prises aux Etats-Unis le 6 octobre, le franc reperdit rapidement ce qu'il avait gagné précédemment et cotait environ FS 1,68, fin octobre, par rapport au dollar. Il fléchit également par rapport au deutsche mark jusqu'à FS 0,92 $\frac{3}{4}$. Début novembre, un relèvement d'un point du taux d'escompte officiel et de celui des avances sur titres porta ces taux à 2 et 3% respectivement et, en décembre, les autorités décidèrent également la suppression du taux d'intérêt négatif de 10% par trimestre appliqué aux dépôts en francs suisses des non-résidents. Fin décembre, le franc s'était stabilisé aux alentours de FS 1,60 contre dollar.

Pendant les trois premiers mois de 1980, le franc s'est déprécié plus qu'aucune autre grande monnaie, tant par rapport au dollar que sur la base pondérée. Le cours contre dollar est passé de FS 1,57 $\frac{1}{4}$ le 3 janvier à FS 1,87 $\frac{1}{4}$ le 1er avril, ce qui représente un recul de 16%, et de 9% sur la base pondérée. Durant cette période, les autorités helvétiques ont pris diverses mesures visant à enrayer le fléchissement du franc. Le 21 février, les comptes d'épargne et de dépôt des non-résidents dans les banques suisses ont de nouveau été rémunérés, de même que les dépôts à terme à six mois ou plus effectués par les banques centrales étrangères auprès de la Banque Nationale Suisse. Une semaine plus tard, la Banque Nationale Suisse porta ses taux d'escompte et d'avances sur titres à 3 et 4% respectivement et, au début de mars, les restrictions sur les ventes à terme de francs suisses aux non-résidents furent levées. A la mi-mars, cependant, l'écart entre les taux à court terme en dollars et en francs atteignait 13 points. Le 28 mars, les autorités helvétiques firent connaître leur intention de s'opposer à toute nouvelle dépréciation du taux de change par rapport au deutsche mark, qui à l'époque était tombé à FS 0,95, soit à 20% au-dessous de son niveau de fin septembre 1978. La situation s'est renversée par la suite, et le franc s'est apprécié plus que toute autre monnaie, à l'exception toutefois du yen japonais. Fin mai, il avait repris 5 $\frac{1}{2}$ % environ sur la base pondérée et cotait FS 1,66 par rapport au dollar, soit un gain de 12 $\frac{3}{4}$ %.

Le recul de la valeur externe du *yen japonais* entre la fin de 1978 et avril 1980 a été presque aussi spectaculaire que sa hausse antérieure. Entre la fin de 1976 et la fin d'octobre 1978, le yen était monté par rapport au dollar de Y 293 à Y 176, pour retomber ensuite jusqu'à Y 260 au début d'avril 1980. Au cours de ces deux périodes, le taux de change effectif a tout d'abord progressé de 54%, puis fléchi de 28%. Bien que ce fléchissement ait été dû essentiellement au renversement sensible de la balance des paiements de base du Japon et à l'aggravation rapide de la hausse des prix de gros, son rythme et son ampleur donnent à penser que les facteurs de confiance, également, ont joué un rôle important. Cette évolution de la position du yen apparaît tout aussi clairement dans les chiffres de réserves publiés: après avoir progressé de \$15,2 milliards pendant la période de quinze mois se terminant fin 1978, celles-ci se sont réduites de \$14,5 milliards au cours des quinze mois suivants.

Durant les premiers mois de 1979, le yen s'est déprécié plus rapidement contre dollar qu'aucune autre grande monnaie. Devant cette situation, les autorités nippones ont abrogé les dispositions imposant des réserves obligatoires aux nouveaux dépôts en yens librement convertibles des non-résidents et ont supprimé les restrictions imposées à ces derniers sur l'achat de valeurs mobilières japonaises. La Banque du Japon est intervenue massivement sur le marché en mars et avril, à hauteur de \$6,4 milliards

environ, et elle a porté le taux d'escompte de $3\frac{1}{2}$ à $4\frac{1}{4}\%$, le 17 avril. Le yen, qui se trouvait à Y $196\frac{3}{4}$ au commencement de l'année, a néanmoins fléchi par rapport au dollar, pour atteindre près de Y 225 début mai, avant de remonter à environ Y $212\frac{3}{4}$ au milieu de mai. A son point le plus bas, il se situait à quelque $21\frac{1}{2}\%$ au-dessous de son niveau record de fin octobre 1978 vis-à-vis du dollar alors que, sur la base pondérée, le recul atteignait $17\frac{3}{4}\%$.

Le yen est alors demeuré tout l'été aux environs de son niveau de la mi-mai, tant par rapport au dollar que sur la base pondérée. Après la mi-octobre, cependant, la monnaie nipponne s'est remise à baisser rapidement, par suite de l'apparition d'un déficit des opérations courantes du Japon et d'une vive accélération de la hausse des prix de gros. Malgré les interventions massives de la Banque du Japon, dont les réserves ont accusé une perte de \$5,2 milliards en octobre et novembre, et le relèvement de $5\frac{1}{4}$ à $6\frac{1}{4}\%$ du taux d'escompte officiel le 2 novembre, le yen s'est replié de $15\frac{1}{2}\%$ par rapport à son niveau de la mi-mai pour atteindre Y $251\frac{1}{2}$ contre dollar à la fin de novembre. La baisse du taux de change pondéré a été légèrement plus importante (16%). Le 27 novembre, de nouvelles mesures furent prises en vue de stimuler les entrées de capitaux. Elles comprenaient un relèvement du plafond de conversion en yens des avoirs en devises des banques opérant au Japon et un assouplissement de l'attitude observée en matière d'emprunts effectués à l'étranger par les entreprises japonaises. Le taux de change s'est mis alors à progresser, jusqu'à atteindre Y 231 contre dollar, le 10 décembre.

Le renforcement du dollar au cours du premier trimestre de 1980 a cependant entraîné un nouveau recul important du taux de change du yen malgré l'adoption d'une série de mesures visant à encourager les entrées de capitaux: suppression, en mars 1980, du plafonnement des transferts par les banques japonaises de leurs dépôts en euro-yens à leurs établissements sis sur le territoire national, libération des taux d'intérêt servis sur les dépôts librement convertibles en yens, levée des restrictions sur les prêts à moyen et long terme en devises consentis à des entreprises nationales par les banques japonaises. Le taux d'escompte de la Banque du Japon fut relevé de $2\frac{3}{4}$ points, en deux étapes, pour être porté à 9% le 19 mars. En outre, les autorités poursuivirent leurs interventions massives et, en avril, des accords de swap étaient conclus avec la Banque Nationale Suisse et la Deutsche Bundesbank pour des montants respectifs de Y 200 milliards (soit environ FS $1\frac{1}{2}$ milliard) et de DM $2\frac{1}{2}$ milliards. Début avril, le taux de change contre dollar était tombé à Y $260\frac{3}{4}$, soit à son niveau le plus bas depuis trente mois. Par la suite, comme l'écart de taux d'intérêt favorable au dollar avait presque totalement disparu, le cours du yen se raffermir rapidement pour s'établir à Y 224 vers la fin de mai.

Malgré la détérioration considérable de la balance des opérations courantes du Royaume-Uni, la *livre sterling* a été la seule, parmi les principales monnaies, à enregistrer des gains importants, tant contre le dollar EU que sur la base pondérée, pendant la période sous revue. Ce résultat s'explique en partie par le niveau élevé des taux d'intérêt internes et en partie par l'opinion selon laquelle le Royaume-Uni compte parmi les pays industriels les moins vulnérables aux relèvements des prix du pétrole. En février 1979, la livre a commencé à progresser par rapport au dollar, qui lui-même s'appréciait vis-à-vis de la plupart des autres grandes monnaies. A la mi-avril 1979, le taux de

change effectif atteignait un niveau supérieur de 5½% à celui du début de l'année, tandis que, à l'égard du dollar, la livre était passée de \$2,03½ à \$2,10 environ. Elle a recommencé à s'apprécier fortement à la mi-juin, les opérateurs ayant réagi favorablement aux décisions budgétaires et monétaires annoncées par le nouveau gouvernement (voir Chapitre II). Comme la Banque d'Angleterre avait laissé le taux de change fluctuer plus librement, le sterling avait progressé, fin juillet, sur la base pondérée, de quelque 9% par rapport à la mi-avril tandis que, vis-à-vis du dollar, il se situait à son plus haut niveau depuis quatre ans, soit \$2,33 environ.

A partir d'août, du fait de l'accélération de l'inflation et d'un rétrécissement considérable de l'écart favorable des taux d'intérêt, la livre sterling commença à s'inscrire en recul tant par rapport au dollar que sur la base pondérée. Ce mouvement se précipita à la fin du mois d'octobre, en raison du durcissement de la politique monétaire américaine et de l'abolition du contrôle des changes au Royaume-Uni. Début novembre, la livre était tombée à \$2,06¼ en termes de dollar et avait perdu 10% sur la base pondérée par rapport à son cours record de fin juillet. La livre sterling attira de nouveau les capitaux à la mi-novembre, lorsque la Banque d'Angleterre releva de 3 points son taux minimum d'avances pour le porter au niveau record de 17%. L'effet de cette décision sur le cours de la monnaie se trouva renforcé par les événements d'Iran et l'annonce de nouvelles hausses importantes du prix du pétrole. A la mi-février 1980, le sterling s'était redressé de nouveau à plus de \$2,30, cependant que le taux de change effectif avait progressé de 10¼% par rapport à son niveau du début de novembre. Par la suite, l'écart favorable qui existait précédemment entre les taux d'intérêt du sterling et ceux du dollar s'étant inversé, la monnaie britannique se mit à fléchir, en mars, par rapport au dollar, pour revenir à environ \$2,14 au début d'avril. Elle est ensuite remontée à \$2,32, fin mai, date à laquelle le taux de change effectif se situait juste au-dessus du précédent maximum atteint en juillet 1979.

Sur la base pondérée, les fluctuations du *franc français*, qui sont demeurées comprises dans une fourchette de quelque 5½%, ont été un peu plus accentuées pendant les dix-huit mois sous revue qu'en 1978 (sauf pendant les périodes qui ont précédé et suivi les élections législatives de mars 1978), malgré la participation de la France au mécanisme de change du Système monétaire européen. Les variations des cours bilatéraux du franc ont été cependant sensiblement moindres que pendant la période antérieure. La stabilité relative du franc au cours de la période considérée est due à plusieurs facteurs: la persistance d'un excédent de la balance des opérations courantes de la France, la politique monétaire suivie par les autorités françaises et le redressement du dollar.

Pendant les cinq premiers mois de 1979, le cours du franc par rapport au dollar est passé de FF 4,14¼ à FF 4,45½, soit un fléchissement de 7%, pour se redresser ensuite à environ FF 4,26 à la fin du mois d'août. Au sein du mécanisme de change du SME, le franc a été soumis à des pressions à la baisse en septembre, par suite d'un important mouvement de conversions en deutsche marks. Les interventions officielles de la Banque de France empêchèrent le franc d'atteindre sa limite bilatérale par rapport au deutsche mark, et son taux de change par rapport au dollar est remonté à FF 4,10 à la fin de septembre. Après le réaligement des cours-pivots du SME, le 24 septembre, on assista à une reprise des conversions de capitaux en francs et la monnaie française commença à s'apprécier vis-à-vis des autres monnaies participant au mécanisme de

change du SME, pour atteindre la limite supérieure de la bande de fluctuation à la mi-novembre. Par rapport au dollar EU, le taux de change, tombé à FF 4,23³/₄ fin octobre, s'était redressé à FF 4,02 à la fin de 1979. Durant les quatre premiers mois de 1980, les fluctuations du franc par rapport au dollar EU ont été du même ordre que celles de la plupart des autres monnaies européennes. Au début d'avril, le franc s'était replié à FF 4,55¹/₂ vis-à-vis du dollar, soit à 11³/₄% en deçà de son niveau de fin 1979; il est ensuite remonté à FF 4,16 vers la fin de mai.

Après avoir fléchi d'environ 4¹/₄% sur la base pondérée en 1978, la *lire italienne* a encore perdu 1¹/₄% dans l'ensemble au cours de la période sous revue. Les fluctuations de son taux de change pondéré depuis la fin de 1978 sont demeurées au sein d'une bande de 5%, ce qui est à peu près du même ordre que celles du franc français. Comme pour le franc, cette stabilité était due à la solidité de la position de la balance des opérations courantes et à une politique monétaire relativement restrictive. De fait, la lire a été continuellement la monnaie la plus forte du mécanisme de change du SME depuis son entrée en vigueur, le 13 mars 1979, jusqu'au premier réalignement des parités en septembre. Pour cette raison, la stabilité de la lire par rapport au dollar a été plus grande, pendant les huit premiers mois de 1979, que celle de certaines autres grandes monnaies, son cours ayant fluctué entre LIT 811³/₄ et LIT 857¹/₂, soit à l'intérieur d'une marge de 5¹/₂%.

Par suite de l'apparition de tensions, à la mi-septembre, au sein du mécanisme de change du SME, la lire a perdu quelque terrain par rapport aux autres monnaies du système, mais ne s'est jamais trouvée soumise à de sérieuses pressions, et son cours par rapport au dollar a progressé de LIT 817 à la fin du mois d'août à LIT 801 début octobre. Par la suite, elle a eu tendance à s'affaiblir tant en termes de dollars que vis-à-vis des autres monnaies des pays participant au mécanisme de change du SME, jusqu'à ce que la Banque d'Italie relève son taux d'escompte de 3 points, le 6 décembre, pour le porter à 15%. Le cours du dollar se situait à LIT 804 à la fin de l'année. Le redressement ultérieur de la monnaie américaine fit tomber la lire, début avril 1980, à son niveau le plus bas depuis quatre ans, soit à LIT 912. A partir de la mi-avril, la lire a été la plus faible des monnaies participant au mécanisme de change du SME mais, par rapport au dollar, elle s'était redressée à LIT 840 vers la fin de mai.

Après deux années successives marquées par une dépréciation d'environ 10% de son taux de change effectif, le *dollar canadien* a enregistré un gain modéré de quelque 3% pendant la période sous revue. Par rapport au dollar EU, le niveau de \$EU 0,83¹/₄, atteint début février 1979, se révéla être le point le plus bas. Vers la fin du même mois, le dollar canadien commença à se redresser par rapport à la monnaie américaine qui, elle-même, s'appréciait vis-à-vis de la plupart des principales monnaies européennes et du yen. Fin avril, le dollar canadien était monté à \$EU 0,87³/₄, et son indice pondéré était supérieur de 5¹/₂% environ à celui de fin 1978. En mai, le dollar perdit une partie de ses gains précédents et se stabilisa entre \$EU 0,84¹/₄ et \$EU 0,86¹/₂ pendant le reste de 1979. Sa variation pondérée est également demeurée à l'intérieur d'une marge de 2¹/₄%. Pendant les deux premiers mois de 1980, le dollar canadien s'est progressivement redressé, pour dépasser légèrement \$EU 0,87 à la fin de février. Le relèvement sensible des taux d'intérêt aux Etats-Unis, à la mi-mars, le fit toutefois fléchir au-dessous de \$EU 0,84 début avril, mais son taux de change effectif demeurait supérieur de 2³/₄% à celui de fin 1978. Le 2 avril, le taux d'escompte de la Banque du Canada, qui était fixé,

depuis le 13 mars, à $\frac{1}{4}$ de point au-dessus du taux d'adjudication hebdomadaire des bons du Trésor, a atteint 16,2%, ce qui a considérablement réduit l'écart défavorable des taux d'intérêt vis-à-vis du dollar américain. Vers la fin de mai, le cours de la monnaie canadienne était remonté à \$EU 0,86 $\frac{1}{4}$, mouvement qui traduisait en partie l'affaiblissement généralisé du dollar EU depuis la mi-avril.

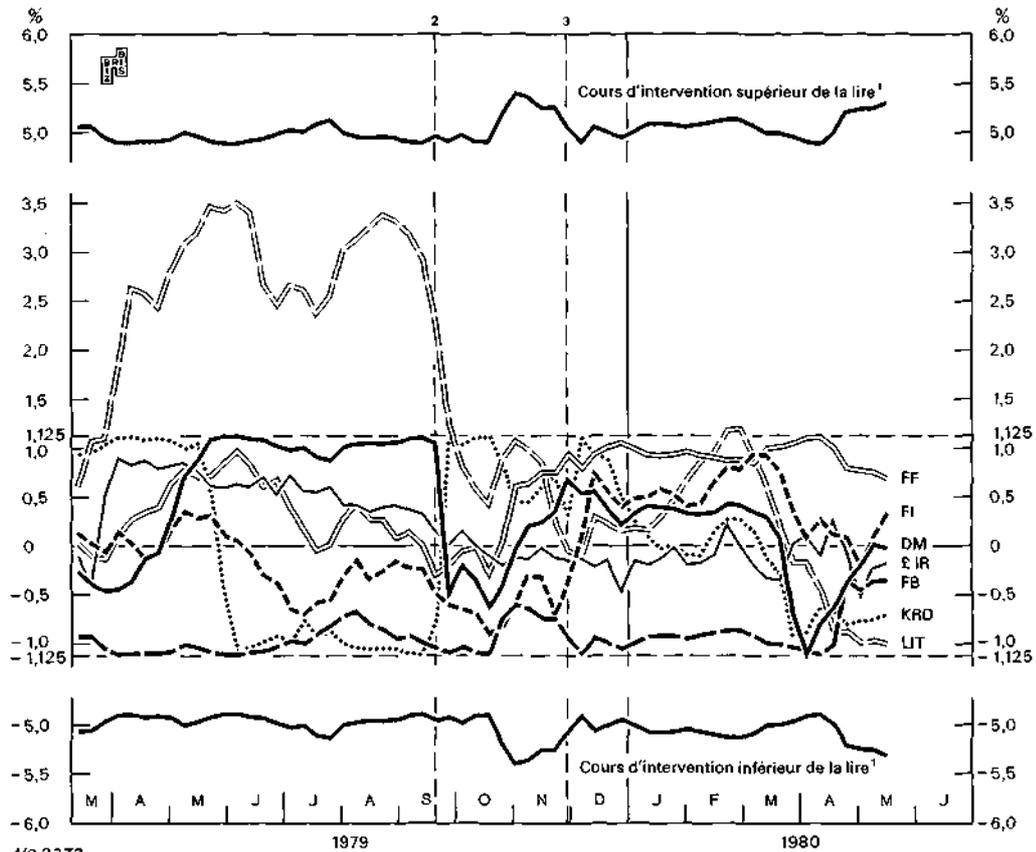
Le mécanisme de change du *Système monétaire européen*, entré en vigueur le 13 mars 1979, a élargi la zone des taux de change fixes mais ajustables établie entre certaines monnaies européennes, en y faisant entrer le franc français, la lire italienne et la livre irlandaise. Cette stabilité accrue est mise en évidence par le fait que, depuis la mise en application du mécanisme, les fluctuations sur les marchés du taux de change du deutsche mark par rapport au franc français ont été limitées à 2 $\frac{3}{4}$ % environ, alors qu'elles avaient atteint 8 $\frac{1}{2}$ % en 1978, compte non tenu de la période électorale de février-mars 1978 en France. La lire, également, dont les marges de fluctuation autorisées par rapport aux autres monnaies participantes sont pourtant fixées à 6% de part et d'autre des cours-pivots bilatéraux, a fait preuve d'une plus grande stabilité qu'auparavant à l'égard du deutsche mark. Depuis l'instauration du SME, la marge de fluctuation de la lire contre deutsche mark a été d'environ 6 $\frac{1}{2}$ %, contre 12% en 1978.

Le fonctionnement du système a été facilité par le comportement relativement meilleur du dollar sur les marchés des changes et par la faiblesse relative du deutsche mark, comme en témoigne le fait que, pour l'heure, la seule période de tension véritable a été septembre 1979, lorsque de fortes pressions à la hausse se sont exercées sur le deutsche mark, par suite de la faiblesse du dollar. En revanche, l'appréciation très rapide du dollar au cours de la première partie de 1980 n'a pas affecté la stabilité du système. En même temps, les divergences dans les résultats obtenus par les pays membres sur le plan économique, et notamment en matière de taux d'inflation, ont nécessité deux réalignements, d'ampleur modeste, des taux de change depuis mars 1979, et le succès à plus long terme du système dépendra certainement de l'atténuation de ces divergences.

Durant les premiers mois d'existence du mécanisme, le franc belge s'est tenu constamment à la limite inférieure de la bande, nécessitant par moments un soutien à ses cours limites bilatéraux et franchissant son «seuil de divergence» par rapport aux autres monnaies participantes le 3 mai 1979. En mai et juin, la Banque Nationale de Belgique porta, en trois étapes, son taux d'escompte de 6 à 9% et, par la suite, le franc se redressa au-dessus de son seuil de divergence, sans quitter cependant les abords de la limite d'intervention inférieure. Début juin, le franc fut rejoint à la limite inférieure par la couronne danoise, qui atteignit également son seuil de divergence. La Banque Nationale du Danemark releva son taux d'escompte de 8 à 9%, le 15 juin, et la couronne s'éleva au-dessus de son seuil sans aucune intervention de grande envergure.

En septembre 1979, lorsque de fortes pressions à la hausse s'exercèrent sur le deutsche mark par suite de la faiblesse du dollar, les banques centrales de Belgique et du Danemark cédèrent d'importants montants de deutsche marks aux limites d'intervention ou à proximité, et la Banque de France vendit également un volume appréciable de deutsche marks, bien que le franc français fût demeuré bien à l'intérieur de ses limites. De même, la Bundesbank effectua des interventions substantielles, tant contre dollars que contre les autres monnaies du SME. Le 24 septembre, le deutsche

Taux de change au comptant dans le mécanisme de change du SME
Moyennes hebdomadaires, en %, des monnaies des participants par rapport à leur point d'intervention



N° 2272

¹ La position de la lire est indiquée par sa déviation (en %) par rapport à la monnaie la plus faible et à la monnaie la plus forte au sein de la bande de 2%; la ligne supérieure et la ligne inférieure dans le graphique représentent les positions maximum et minimum que la lire peut occuper. ² Réalignement du 24 septembre 1979 (le deutsche mark a été réévalué de 5% vis-à-vis de la couronne danoise et de 2% vis-à-vis de toutes les autres monnaies). ³ Le 30 novembre 1979, la couronne danoise a été dévaluée de 4,76% vis-à-vis de toutes les autres monnaies participantes.

mark fut réévalué de 5% par rapport à la couronne danoise et de 2% par rapport à toutes les autres monnaies participantes, alors qu'aucune monnaie n'avait encore atteint son seuil de divergence.

Depuis lors, le système a de nouveau été à l'abri de toute tension majeure. Aucune agitation ne s'est produite sur le marché, ni avant ni après le deuxième réalignement du 30 novembre, lorsque la couronne danoise a été dévaluée de 4,76% vis-à-vis de l'ensemble des autres monnaies participantes. Le franc français a été, la plupart du temps, la monnaie la plus forte du système depuis la mi-novembre 1979, tandis que le franc belge se maintenait jusqu'à une date très récente à la limite inférieure de la bande. Fin février 1980, la Banque Nationale de Belgique a porté son taux d'escompte à 12%, malgré le niveau relativement faible de l'inflation dans le pays et, en avril 1980, la perte cumulée de réserves qu'elle enregistrerait depuis le début du fonctionnement du système s'élevait à \$2,5 milliards. Depuis la mi-avril, cependant, le franc belge a quitté la limite inférieure de la bande, et la lire italienne est devenue la monnaie la plus faible du système, pour la première fois depuis l'entrée en vigueur de celui-ci.

Appréciation de l'évolution des monnaies depuis novembre 1978

Le meilleur comportement du dollar et la plus grande stabilité des autres principales monnaies (à l'exception du yen et de la livre sterling), dont il est question dans la section précédente, sont dus essentiellement à deux facteurs. Le premier a été le revirement de la situation des paiements courants d'un certain nombre de pays en 1979, caractérisé notamment par la quasi-disparition du déficit des Etats-Unis et le changement d'évolution sensible intervenu en Allemagne et au Japon, dont le surplus a fait place à un déficit. L'autre facteur a été l'engagement accru de certains grands pays de stabiliser le taux de change de leur monnaie. L'événement le plus important à cet égard a été l'adoption par les autorités américaines, en novembre 1978, d'une attitude nouvelle à l'égard du taux de change du dollar, qui s'est concrétisée à la fois par des interventions sur les marchés des changes et sur le plan de la politique monétaire. A signaler en outre l'engagement pris, depuis octobre 1978, par les autorités helvétiques d'assurer une plus grande stabilité du taux de change de leur monnaie et l'entrée en vigueur, en mars 1979, du Système monétaire européen, avec l'élargissement du système intra-européen de taux de change fixes mais ajustables au franc français, à la lire italienne et à la lire irlandaise.

L'amélioration de la stabilité des taux de change et, simultanément, du climat de confiance n'aurait pu être obtenue en 1979 sans ces deux facteurs. Certains changements qui se sont produits, l'an dernier, dans les balances des paiements courants, et en particulier la diminution du déficit américain, s'amorçaient déjà avant novembre 1978. Cependant, les marchés n'ont tenu compte de cette évolution que lorsque les autorités américaines se furent engagées à prendre des mesures énergiques et directes pour soutenir le dollar, sous forme d'interventions et d'une action sur les taux d'intérêt. Deux autres enseignements nous sont fournis par cette évolution: tout d'abord, le fléchissement du yen en 1979 montre qu'une politique d'intervention active ne saurait compenser les effets résultant d'une faiblesse intrinsèque de la balance des paiements; ensuite, le coût du soutien du franc belge, en période de déficit élevé des paiements courants, s'est traduit notamment par d'énormes pertes de réserves et par une hausse très sensible des taux d'intérêt réels. On peut ajouter que le redressement du dollar a été en soi, du fait de la position dominante de cette devise dans le système monétaire, l'une des causes de la meilleure stabilité dont ont fait preuve dans l'ensemble les autres grandes monnaies.

En ce qui concerne l'avenir, il est indéniable que la modification de la structure des déséquilibres de paiements entre les principaux pays industriels a fait disparaître un facteur important de l'instabilité antérieure des taux de change; mais il n'est pas impossible que la tendance actuelle se renverse à moyen terme, ce qui soumettrait les taux de change à de nouvelles pressions. Il convient de noter à cet égard que les écarts entre les taux d'inflation des divers pays demeurent considérables. Même si les variations des taux de change réels, depuis novembre 1978, ont joué pour la plupart dans la bonne direction en ce qui concerne l'évolution des balances des opérations courantes, on peut se demander si ces variations seraient compatibles avec une autre structure des paiements courants des grands pays. Certaines fluctuations des taux de change, l'an dernier, constituaient des ajustements à une «surréaction» antérieure; néanmoins, les pays où l'inflation se propage plus rapidement que chez leurs principaux partenaires commerciaux ne peuvent, à la longue, empêcher une dépréciation de leur monnaie.

Par conséquent, si l'on veut consolider la plus grande stabilité des taux de change obtenue l'an dernier, il faudra réaliser une meilleure convergence des taux d'inflation, et ce à un niveau moyen sensiblement inférieur à celui qui prévaut actuellement.

Un autre problème concerne les fluctuations brutales des taux de change qui se sont produites de nouveau ces derniers mois. Ce problème revêt deux aspects. Le premier est le caractère partiellement asymétrique des réactions des banques centrales face à la dépréciation et à l'appréciation de leur monnaie. En dehors du Système monétaire européen, et précédemment du bloc européen de flottement concerté par rapport au dollar, les pays enregistrant une appréciation de la valeur de leur monnaie ont été moins incités à intervenir sur le marché des changes que ceux dont la monnaie se dépréciait. Cette différence d'attitude s'explique notamment, bien entendu, par le désir des pays à monnaie faible d'éviter l'apparition de «cercles vicieux» et par l'acceptation par les pays à monnaie forte des «cercles vertueux». Les récentes fluctuations du dollar vis-à-vis des monnaies européennes donnent à penser qu'une plus grande symétrie des politiques d'intervention ne serait pas superflue pour aider à éliminer les variations de taux de change qui ne sont pas liées à des facteurs fondamentaux.

L'autre aspect du problème est que la hausse sensible du taux de change du dollar en mars 1980 a été déclenchée par le niveau exceptionnellement élevé des taux d'intérêt pratiqués aux Etats-Unis. L'acceptation récente, dans certains pays, d'amples fluctuations des taux d'intérêt sur de courtes périodes risque de rendre plus difficile la coordination des politiques de stabilisation des cours de change. Ces variations substantielles des taux d'intérêt sont dues au niveau élevé de l'inflation et à l'importance des écarts d'inflation; faute de résultats probants sur ces deux plans, des périodes d'instabilité des changes risquent de se manifester de temps à autre.

Production d'or et marché de l'or

En 1979, la production mondiale d'or (à l'exclusion de celle de l'URSS et des autres pays d'Europe de l'Est, de la Chine et de la Corée du Nord) est revenue de plus de 950 tonnes métriques à 935 tonnes métriques. Ce recul s'explique surtout par la réduction de la production en Amérique du Nord, en Espagne et en Papouasie-Nouvelle Guinée.

La production sud-africaine, avec 705 tonnes, est restée pratiquement au même niveau qu'en 1978. La quantité totale de minerai traité s'est de nouveau accrue (+6,9%) — après une progression de 4,9% en 1978 — tandis que sa teneur moyenne en or, qui s'était abaissée de 4% en 1978, a encore fléchi (-7,5%). Du fait de la montée en flèche du prix du métal, l'an dernier, les compagnies minières d'Afrique du Sud, tout en poursuivant leur politique d'exploitation de minerai de moindre teneur, ont été également en mesure de faire face à un nouvel accroissement de 11,2% des coûts de production et d'accroître de 77% en moyenne leurs bénéfices tirés de l'extraction de l'or.

Outre la diminution du tonnage total de la production occidentale, on estime à 160 tonnes le recul des ventes de métal effectuées sur le marché par les pays communistes en 1979 (290 tonnes, contre 450 en 1978). La réduction de l'offre en provenance de ces deux sources a toutefois été plus que compensée par une progression, de 320 à

Production d'or dans le monde

Pays	1929	1940	1946	1953	1970	1976	1977	1978	1979
	en tonnes métriques								
Afrique du Sud	323,9	436,9	371,0	371,4	1.000,4	713,4	699,9	706,4 ¹	705,4 ¹
Canada	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	52,6	53,9	54,0	49,1
Etats-Unis	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	32,6	34,2	31,1	27,6
Papouasie- Nouvelle-Guinée . . . . .	.	.	.	.	0,7	20,8	23,0	24,1	20,9
Australie	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	15,7	19,4	20,0	18,2
Philippines	5,1	34,9	—	14,9	18,7	15,6	17,4	18,2	16,7
Ghana	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	16,6	15,0	12,3	13,2
Zimbabwe	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	11,2	11,7	10,8	11,8
Colombie	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	9,3	8,2	8,0	8,3
Mexique	20,4	27,4	13,1	15,0	6,2	5,1	6,6	6,2	6,4
Brésil	3,3	4,7	4,4	3,6	5,3	4,9	4,9	5,4	5,4
Espagne . . . . .	.	.	.	.	.	9,4	9,8	8,6	5,1
Japon	9,3	12,6	1,3	7,1	7,9	4,3	4,6	4,6	4,6
Total	527,4	957,9	601,6	684,3	1.231,5	911,5	908,6	909,7	892,7
Autres pays	43,1	207,1	64,9	69,9	36,0	48,6	44,2	43,3	43,7
Production mondiale (estimations) ²	570,5	1.165,0	666,5	754,2	1.267,5	961,1	952,8	953,0	936,4

¹ Y compris la production d'or du Bophuthatswana. ² Non compris l'URSS, l'Europe de l'Est, la Chine et la Corée du Nord.

605 tonnes, des cessions nettes d'or prélevé sur les réserves métalliques du monde occidental. Le montant total offert par le Trésor des Etats-Unis à l'occasion de ses ventes aux enchères s'est élevé à 412 tonnes, contre 79 tonnes l'année précédente. Les adjudications auxquelles a procédé le FMI ont par ailleurs fourni 170 tonnes au marché, soit un peu moins que le tonnage noté en 1978 (184 tonnes), tandis que les autres cessions nettes de métal provenant des réserves des pays occidentaux ont fléchi, pour passer de 57 tonnes en 1978 à 23 tonnes en 1979. Ainsi, pour la troisième année de suite, le total net d'or offert sur le marché s'est sensiblement accru, pour atteindre un chiffre estimé à 1.830 tonnes, soit un niveau supérieur de 105 tonnes à celui de 1978 et de 365 tonnes (+25% environ) à celui de 1976, année où le FMI a commencé d'appliquer son programme de ventes aux enchères.

La nouvelle progression de l'offre a été éclipsée par l'augmentation spectaculaire de la demande d'or qui, en l'espace d'un peu plus d'un an, a plus que quadruplé le prix du métal sur le marché de Londres et l'a porté au cours record de \$850 l'once en janvier 1980. Cette augmentation du cours de l'or l'an dernier présente, outre son ampleur, trois autres caractéristiques notables. Tout d'abord, elle s'est produite par rapport à toutes les grandes monnaies, y compris celles dont la valeur s'était accrue le plus au cours des années soixante-dix. Comme le montre le graphique de la page 161, la progression du cours de l'or en francs suisses a été pratiquement la même, en pourcentage, que celle du cours en dollars. Ensuite, elle est intervenue en période de hausse généralisée des taux d'intérêt dans les pays industriels, ce qui a eu notamment pour effet d'accroître le coût de la détention de métal. Enfin, elle s'est produite à un

Origine et utilisation de l'or (estimations)

Rubriques	1976	1977	1978	1979
	en tonnes métriques			
Production	960	955	955	935
Ventes des pays communistes (estimations)	350	450	450	290
Diminution de l'encaisse officielle des pays occidentaux (chiffres nets)	155 ¹	195 ¹	320 ²	605
Total (= absorption non monétaire, estimations)	1.465	1.600	1.725	1.830

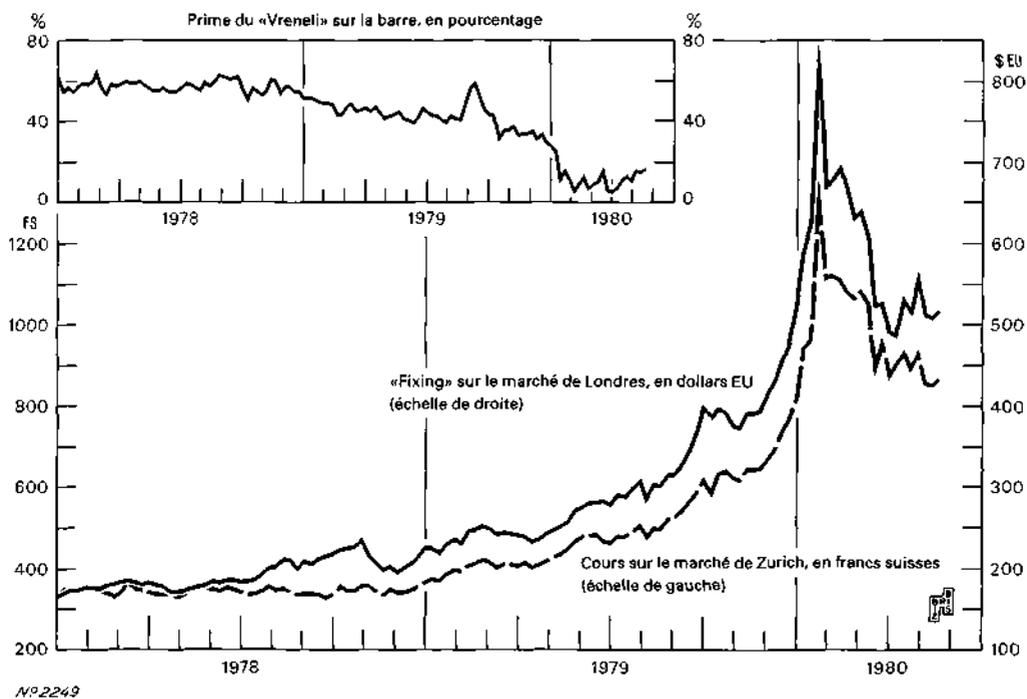
¹ Non compris la diminution des réserves d'or de l'Afrique du Sud, à hauteur de 160 tonnes en 1976 et de 90 tonnes en 1977. ² Non compris 65 tonnes d'or transférées du ministère japonais des Finances à la Banque du Japon, non comptabilisées précédemment dans les réserves mondiales d'or.

moment où, dans l'ensemble, le dollar se redressait sur les marchés des changes. Le déficit de la balance des opérations courantes des Etats-Unis a pratiquement été résorbé, l'an dernier, tandis que la balance des mouvements de capitaux bénéficiait de l'élargissement de l'écart en faveur des taux d'intérêt pratiqués aux Etats-Unis. En résumé, la fièvre de l'or a eu, l'an passé, trois causes principales: l'accélération de l'inflation dans la plupart des pays industriels, qui a entraîné un affaiblissement de la confiance à l'égard de toutes les grandes monnaies; les répercussions de cette poussée inflationniste sur les préférences de l'OPEP en matière d'investissements, l'année où ce groupe de pays enregistrait de nouveau un excédent considérable; puis, vers la fin de 1979 et au début de 1980, les conséquences de la situation politique en Iran et de l'intervention militaire soviétique en Afghanistan.

Au début de 1979, le prix du métal a poursuivi son mouvement ascendant, amorcé à partir du niveau fort modeste de \$193,4 l'once, le 30 novembre 1978, pour aboutir, sur le marché de Londres, à \$254, le 8 février suivant, ce qui représente une progression de 31% en un peu plus de deux mois. Une réaction en baisse s'est alors produite, qui ramena le cours à \$231,75, le 17 avril. Bientôt, cependant, l'ascension reprit. Le 18 avril, le Trésor américain annonçait une réduction de moitié du montant d'or de ses adjudications mensuelles; d'autre part, les événements d'Iran et la politique des prix pratiquée par l'OPEP suscitaient des préoccupations croissantes au sujet de la situation pétrolière. En juillet, l'absence de mesures à court terme dans la nouvelle politique énergétique du gouvernement américain amplifia ce mouvement et, le 26 juillet, le cours coté à Londres au «fixing» du matin établit momentanément un record avec \$307.

Après un fléchissement de courte durée qui amena la cote légèrement au-dessus de \$280 début août, une nouvelle vague d'achats se développa, stimulée par les incertitudes persistantes au sujet des approvisionnements en pétrole et des fluctuations des taux de change, de même que par l'intensification des pressions inflationnistes. Le mouvement s'amplifia, à la suite de la nouvelle selon laquelle une banque allemande avait, à l'adjudication du Trésor américain du 21 août, soumissionné la quasi-totalité du montant offert et, le 6 septembre, dans un marché de plus en plus agité, le prix de l'or dépassa \$340. Le 17 septembre, il passait \$350 et s'établissait, le jour suivant, à

Cours de la barre d'or sur le marché, en dollars EU et en francs suisses, 1978-80
Chiffres du vendredi, par once de fin



\$370. Après avoir franchi le cap de \$400 le 1er octobre, le cours atteignit, le lendemain matin, le record de \$437 au fixing de Londres.

Une réaction brutale intervint alors qui fit chuter le cours de \$70 en l'espace de trois jours; après un redressement à \$413 le 10 octobre, les cotations retombèrent au-dessous de \$400 deux jours plus tard. Les séances recouvrèrent un certain calme, et on n'enregistra aucune réaction tangible à l'annonce par le Trésor américain, le 16 octobre, qu'à l'avenir ce dernier ferait varier la date de ses ventes d'or aux enchères et les quantités mises en adjudication. Lorsque, le 25 octobre, le Trésor fit savoir qu'une vente aurait lieu une semaine plus tard pour un montant supérieur des deux tiers au précédent, le mouvement de baisse reprit. Le 2 novembre, au lendemain de l'adjudication du Trésor, la cote chuta à \$372,8 et, durant les trois semaines suivantes, le prix de l'or fluctua entre \$378 et \$397.

Dans les tout derniers jours de novembre 1979, une puissante vague d'achats se produisit de nouveau et le prix de l'or, qui avait pratiquement doublé depuis novembre 1978, augmenta une nouvelle fois de plus du double en l'espace de deux mois, pour atteindre \$850 le 21 janvier 1980. Cette évolution sans précédent était due, cette fois, à la crainte d'un conflit, compte tenu des événements d'Iran et d'Afghanistan, ainsi qu'à une nouvelle hausse sensible des prix du pétrole. Ainsi, au cours de la dernière semaine de novembre, la prise d'otages à l'Ambassade américaine de Téhéran et l'attaque de la Grande Mosquée de la Mecque contribuèrent à faire remonter la cote au-dessus de \$400. Le 13 décembre, juste avant la réunion de l'OPEP à Caracas, les cours atteignirent \$450, puis, le 19 décembre, lorsqu'il apparut que les hausses de prix du pétrole en 1980 seraient plus importantes que prévu, le cours du métal bondit à

\$494. A la fin de l'année, à la suite de l'intervention soviétique en Afghanistan, l'once de métal s'établissait à \$525. Vinrent ensuite les trois dernières semaines de transactions frénétiques, qui atteignirent leur paroxysme avec une hausse de \$200 entre le 14 et le 21 janvier 1980 qui amena le cours au niveau jamais atteint de \$850.

La baisse du prix de l'or qui intervint aussitôt après fut encore plus accentuée que l'ascension qui l'avait précédée. En deux jours, le cours sur le marché de Londres fléchit de \$200, pour se retrouver à \$650 le 23 janvier. Par la suite, son raffermissement au-dessus de \$700, à plusieurs reprises, ne fut que de courte durée et, début mars, les cotations s'inscrivaient au-dessous de \$600. Dans l'intervalle, les taux d'intérêt pratiqués aux Etats-Unis pulvérisaient tous les records, rendant particulièrement attrayants les investissements en valeurs américaines à court terme; le taux débiteur de base fut porté à 18% et, peu après, le prix de l'or tombait à \$474. Un rapide redressement fit remonter le cours au-dessus de \$500 et, vers la fin de mai, le prix de l'or sur le marché s'établissait autour de \$510.

Sur le marché des pièces d'or, la hausse des cours en 1979 a été moins accentuée que pour le lingot. A titre d'exemple, la prime dégagée par le Vreneli suisse par rapport à la valeur de son contenu d'or a fléchi de 52 à 28% sur l'ensemble de l'année. Lorsque le lingot atteignit son prix record le 21 janvier 1980, la prime du Vreneli était inférieure à 10% et, pendant les deux mois suivants, les cours des pièces accusèrent même un recul plus brutal que celui du lingot; vers la fin de mars, la prime dégagée par le Vreneli tombait à environ 5% et elle s'est redressée aux alentours de 19% vers la fin de mai.

Liquidité internationale

L'évolution de la liquidité internationale au cours de la période sous revue a été, à certains égards, sensiblement différente de celle qui avait caractérisé 1977 et 1978 et s'est traduite par d'importantes modifications dans la répartition des réserves globales entre les divers éléments d'actif. Les chiffres globaux du tableau de la page 163 mettent en lumière quatre faits essentiels. En premier lieu, le montant total des avoirs officiels en devises, qui s'était accru de \$102 milliards en 1977-78, fait apparaître un léger fléchissement, de \$6,5 milliards. Si l'on considère que les \$16 milliards de réserves en dollars ayant fait l'objet de swaps contre des unités monétaires européennes (Ecus) de la part des participants au *Système monétaire européen* font toujours partie des réserves de change, on note alors une légère progression (+\$9,5 milliards). En deuxième lieu, cette différence d'évolution tient essentiellement à l'effet de contraction exercé par l'amélioration de la balance des paiements des Etats-Unis. Cet effet a été double: d'une part, la quasi élimination du déficit des opérations courantes des Etats-Unis a mis fin à l'approvisionnement du reste du monde en réserves nettes de dollars; d'autre part, les Etats-Unis ont enregistré en 1979 d'abondantes entrées nettes de capitaux, qui ont fait suite aux importantes sorties nettes des deux années précédentes. Par le jeu combiné de ces deux facteurs, le montant total des réserves en dollars détenues aux Etats-Unis, qui avait augmenté de \$64,3 milliards en 1977-78, a diminué de \$13,1 milliards en 1979.

En troisième lieu, on note une expansion substantielle des réserves nettes détenues sous des formes autres que des avoirs officiels en devises. Les réserves en or se

sont fortement gonflées, malgré un fléchissement de 9% en volume, sous l'effet de l'ascension vertigineuse du cours de l'or sur le marché, et le Fonds monétaire international a procédé à une nouvelle allocation de droits de tirage spéciaux pour un montant de DTS 4 milliards, soit \$5,3 milliards, dont ont bénéficié pratiquement tous les membres du Fonds.

Enfin, le système monétaire a été doté d'un nouvel actif de réserve, l'unité monétaire européenne (Ecu), créé contre swaps d'or et de dollars prélevés sur les réserves des pays participant au Système monétaire européen. Etant donné que l'or cédé contre Ecus dans le cadre de swaps est évalué à des cours dérivés du marché, la création d'Ecus par voie d'opérations de swap contre or met en évidence (dans la mesure où les pays n'avaient pas déjà réévalué leur encaisse-or à des cours dérivés du marché) l'incidence de la hausse du prix du métal jaune sur cette partie du stock d'or des pays du SME. En plus de cet effet «optique», les swaps or/Ecus ont également entraîné un certain accroissement de la liquidité de cette fraction des réserves des pays du SME, puisque les Ecus sont transférables entre autorités monétaires du SME.

En ce qui concerne le détail des changements intervenus en 1979 dans la composition des réserves globales par élément d'actif, le montant total des réserves d'or des divers pays (à l'exclusion de l'or des pays participant au SME ayant fait l'objet d'opérations de swap contre Ecus, qui est comptabilisé dans les réserves sous forme d'Ecus) a diminué en volume de 9% environ, soit de 92,1 millions d'onces. Cette diminution correspond, pour plus de 90% (soit 85,3 millions d'onces), aux swaps d'or contre Ecus mentionnés ci-dessus.

Le fléchissement du volume des réserves d'or officielles (à l'exclusion du métal ayant donné lieu à des opérations de swap contre Ecus) contraste vivement avec l'accroissement de \$255 milliards de la valeur marchande de ces réserves en 1979, par suite de la montée du cours de l'or, qui est passé d'environ \$225 à \$525 l'once dans le courant de l'année. Cette majoration de la valeur des réserves d'or calculée aux prix du marché (soit \$199 milliards) a profité pour l'essentiel aux pays du Groupe des Dix et à

**Variations dans la composition des réserves globales
par élément d'actif de 1977 à 1979**

Postes	1977-78	1979
	en milliards de dollars EU	
Avoirs officiels en devises	102,0	— 6,5
Réserves en or		
à \$ 42,22 l'once	0,4	— 3,9
aux cours du marché	94,4	255,2
Droits de tirage spéciaux	0,5	5,9
Positions créditrices envers le FMI	— 1,3	— 3,9
Unités monétaires européennes (Ecus)		41,9
<i>Pour mémoire:</i>		
Balance des opérations courantes des Etats-Unis	— 27,6	— 0,3
Variations des réserves en dollars détenues aux Etats-Unis	64,3	— 13,1

la Suisse; elle a bénéficié, à hauteur de \$27 milliards, au reste du monde développé et, à concurrence de \$18 milliards et \$11 milliards respectivement, aux pays en développement non producteurs de pétrole et aux pays exportateurs de pétrole.

Ces modifications comptables fondées sur les prix du marché ne peuvent être considérées, bien entendu, comme représentatives de la véritable augmentation de la valeur effective des réserves métalliques, étant donné que les gains résultant de la hausse du cours de l'or ne peuvent être totalement réalisés qu'en cas de vente de métal au marché. Néanmoins, cette évolution du prix du métal jaune sur le marché, l'an dernier, a de toute évidence entraîné des gains de réserves substantiels, bien que non chiffrables, pour les pays dont l'encaisse-or était importante. D'abord, ces bénéfices théoriques peuvent être, en effet, réalisés pour une part en cédant de l'or au marché. Ensuite, les réserves d'or peuvent servir de garantie à des emprunts contractés, soit sur les marchés financiers internationaux, soit auprès d'autres autorités monétaires, à des prix dérivés du marché. Enfin, l'augmentation de la valeur marchande de leurs avoirs en or offre aux pays dont la balance des paiements est déficitaire davantage de possibilités d'utiliser leurs autres avoirs de réserve.

Les réserves officielles autres que les avoirs en or, comprenant notamment les actifs en Ecus des pays membres du SME, ont progressé en 1979 de \$37,4 milliards, soit de près de 12%, contre \$58,5 milliards en 1977 et \$42,7 milliards en 1978. Les réserves détenues sous forme d'Ecus, soit \$41,9 milliards, représentent plus que l'augmentation notée l'an dernier des réserves autres que les encaisses-or. A la fin de 1979, \$16 milliards d'Ecus avaient été créés dans le cadre de swaps contre dollars prélevés sur les avoirs en devises des pays participant au SME, le reste, soit \$25,9 milliards, ayant résulté d'opérations de swap contre or. Alors que les swaps Ecus contre dollars correspondaient à l'échange de réserves liquides en devises de type classique contre des actifs utilisables entre autorités monétaires du SME, la création d'Ecus par voie d'opérations de swap contre or a abouti, dans un certain sens, à un renforcement du montant total des réserves des pays membres du SME, ainsi qu'il est expliqué à la page 163.

Le montant total des réserves en DTS s'est accru de \$5,9 milliards en 1979. Sur ce montant, \$5,3 milliards ont eu leur origine dans les nouvelles allocations du début de l'année, \$0,4 milliard dans les transferts opérés par le FMI par prélèvement sur son Compte général au profit de pays membres du Fonds et \$0,2 milliard dans l'incidence exercée sur la valeur en dollars des avoirs en DTS des divers pays par la légère appréciation du panier DTS qui s'est produite par rapport au dollar EU dans le courant de l'année.

L'ensemble des positions créditrices des pays envers le FMI a de nouveau accusé un fléchissement en 1979 (-\$3,9 milliards), qui a résulté de deux évolutions distinctes. En premier lieu, les pays membres ont, une fois encore, réduit leur recours net aux ressources du Fonds (de DTS 2,4 milliards en 1979), ces remboursements ayant été effectués pour une fraction importante par les pays qui avaient procédé antérieurement à des tirages sur les tranches de crédit de leur quote-part auprès du Fonds. Les remboursements de cette nature se traduisent par une réduction de la position créditrice envers le Fonds des pays dont la monnaie est utilisée pour le remboursement, sans toutefois donner lieu à une reconstitution de celle des pays qui effectuent les remboursements. En second lieu, sur un montant total de DTS 1,8 milliard de nouveaux tirages,

Variations des réserves globales de 1977 à 1979

Zones et périodes	Encaisses-or		Avoirs en devises	Positions créditrices envers le FMI	DTS	Ecus	Total (sauf or)
	en millions d'onces	en milliards de dollars EU*					
Groupe des Dix + Suisse							
1977	7,5	26,4	34,2	1,1	- 0,2		35,1
1978	3,2	51,5	35,6	- 2,6	- 0,1		32,9
1979	- 95,0	199,3	- 30,4	- 2,3	3,7	41,2	12,2
Montants à fin 1979	740,7	388,1	109,7	9,0	11,2	41,2	171,1
Autres pays développés							
1977	- 5,4	2,0	1,7	-	- 0,1		1,6
1978	- 1,3	5,3	9,9	0,3	0,3		10,5
1979	0,5	27,1	0,9	- 0,1	0,2	0,7	1,7
Montants à fin 1979	90,7	47,5	33,0	1,3	1,2	0,7	36,2
Pays en développement autres que les pays exportateurs de pétrole							
1977	2,4	2,0	10,8	0,1	-		10,9
1978	2,9	3,9	13,7	0,4	0,3		14,4
1979	2,1	17,7	7,6	0,3	1,2		9,1
Montants à fin 1979	57,8	30,3	68,0	1,2	2,6		71,8
Ensemble des pays importateurs de pétrole							
1977	4,5	30,4	46,7	1,2	- 0,3		47,6
1978	4,8	60,7	59,2	- 1,9	0,5		57,8
1979	- 92,4	244,1	- 21,9	- 2,1	5,1	41,9	23,0
Montants à fin 1979	889,2	465,9	210,7	11,5	15,0	41,9	279,1
Pays exportateurs de pétrole							
1977	- 2,6	0,7	10,6	0,2	0,1		10,9
1978	1,9	2,6	- 14,5	- 0,8	0,2		- 15,1
1979	0,3	11,1	15,4	- 1,8	0,8		14,4
Montants à fin 1979	37,2	19,5	70,5	4,0	1,4		75,9
Ensemble des pays							
1977	1,9	31,1	57,3	1,4	- 0,2		58,5
1978	6,7	63,3	44,7	- 2,7	0,7		42,7
1979	- 92,1	255,2	- 6,5	- 3,9	5,9	41,9	37,4
Montants à fin 1979	926,4	485,4	281,2	15,5	16,4	41,9	355,0

* Encaisses-or évaluées aux prix du marché.

en chiffres bruts, effectués sur le Fonds l'an dernier, DTS 1,3 milliard ont été prélevés sous forme de DTS et DTS 0,5 milliard seulement en devises. Comme les tirages en DTS, à la différence de ceux qui sont libellés en devises, ne provoquent le renforcement de la position créditrice envers le Fonds d'aucun pays membre, ces tirages réalisés par des pays qui avaient eux-mêmes une position créditrice à l'égard du Fonds ont entraîné un fléchissement de l'ensemble des positions créditrices envers cette institution.

Enfin, un changement spectaculaire s'est produit en 1979 dans l'évolution du montant global des avoirs officiels en devises. Après s'être accrues de \$102 milliards en 1977-78, celles-ci ont légèrement fléchi, l'an passé (-\$6,5 milliards). Ce revirement notable a surtout affecté l'ensemble Groupe des Dix et Suisse, dont le montant total des réserves de change, qui s'était gonflé de quelque \$35 milliards au cours de chacune des deux années antérieures - en grande partie par suite du déficit des paiements des

Etats-Unis – a diminué de \$30,4 milliards. Cette régression correspond, pour moitié environ, à des swaps de réserves en dollars contre Ecus effectués par les pays membres du SME. Les réserves globales en devises du reste du monde ont, en revanche, marqué une nouvelle progression (+\$23,9 milliards), qui fait suite à des gains de \$23,1 milliards en 1977 et de \$9,1 milliards en 1978.

Cette modification dans la répartition des réserves de change globales, au détriment de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse et en faveur d'autres pays, a eu des répercussions, tant sur la localisation que sur la composition par monnaie des avoirs officiels en devises étrangères. Les pays du Groupe des Dix autres que les Etats-Unis détiennent essentiellement leurs avoirs en devises aux Etats-Unis et sous forme de dollars EU, alors que les autres pays placent une fraction plus importante des leurs auprès de banques sises hors des Etats-Unis et dans des monnaies autres que le dollar. Ces différences dans les attitudes observées à l'égard des réserves de change se sont traduites l'an dernier par une réduction de \$13,1 milliards des avoirs en dollars détenus aux Etats-Unis et, parallèlement, par une progression de \$35,1 milliards des avoirs officiels en devises identifiés auprès des banques opérant hors des Etats-Unis, libellés, à concurrence de \$14 milliards, en monnaies autres que le dollar.

En ce qui concerne les changements intervenus l'an dernier dans les réserves globales des divers pays, mention a déjà été faite que les principaux bénéficiaires de la hausse du prix de l'or sur le marché ont été les pays du Groupe des Dix et la Suisse, qui détiennent ensemble 80% du total des réserves métalliques des pays. Cette évolution mise à part, les changements qui se sont produits l'année passée dans la répartition par pays des réserves autres que les avoirs en or (Ecus compris) ont été caractérisés essentiellement par le ralentissement considérable de la progression des réserves des pays importateurs de pétrole et l'accélération de la croissance des réserves du groupe des pays exportateurs de pétrole.

Dans l'ensemble des pays importateurs de pétrole, les réserves autres que les encaisses-or se sont renforcées de \$23 milliards (+9%), contre \$58 milliards (+29%) en 1978. En revanche, les réserves non métalliques déclarées par les pays exportateurs de pétrole se sont accrues de \$14,4 milliards, après avoir diminué de \$15,1 milliards en 1978. Il convient d'ajouter que l'augmentation déclarée, l'an dernier, des réserves de l'OPEP sous-estime notablement le renforcement de la liquidité extérieure de ces pays. Les banques des pays du Groupe des Dix, de Suisse, d'Autriche, du Danemark et d'Irlande, ainsi que les succursales des banques américaines situées dans les principaux centres financiers offshore, ont reçu de la part des pays de l'OPEP \$37,8 milliards de nouveaux dépôts en 1979. Même en supposant qu'une fraction importante de ces avoirs appartienne à des détenteurs non officiels de l'OPEP, il est probable que l'accumulation d'avoirs extérieurs liquides par des détenteurs officiels de l'OPEP a été plus importante, l'an dernier, que ne l'indiquent les chiffres du tableau de la page 165.

Parmi le groupe des importateurs de pétrole, les réserves non métalliques (Ecus inclus) de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse ont progressé de \$12,2 milliards. Aux Etats-Unis, les avoirs de réserve autres que l'or ont enregistré un faible gain de \$0,8 milliard, une allocation de \$1,2 milliard de DTS et une amélioration de \$0,2 milliard de la position créditrice envers le FMI ayant été partiellement compensées par une diminution de \$0,6 milliard des avoirs officiels en devises. Les réserves non métalliques

des pays du Groupe des Dix participant au Système monétaire européen se sont renforcées de \$27,2 milliards en 1979. Ce mouvement résulte pour beaucoup de l'échange d'une fraction de l'encaisse-or de ces pays contre Ecus effectué dans le cadre d'opérations de swap, à des prix dérivés du marché. Les réserves non métalliques de la France se sont gonflées de \$8,3 milliards et celles de l'Italie, de l'Allemagne et du Royaume-Uni de \$7,1 milliards, \$4,1 milliards et \$3,8 milliards respectivement. Celles des autres pays du Groupe des Dix ont accusé en 1979 une baisse de \$15,8 milliards. Au Japon, elles sont revenues de \$32,4 milliards à \$19,5 milliards, par suite des interventions massives de soutien du yen sur le marché des changes. Par ailleurs, celles de la Suisse ont fléchi de \$1,3 milliard.

Les réserves non métalliques des pays développés extérieurs au Groupe des Dix n'ont progressé que de \$1,7 milliard en 1979, contre \$10,5 milliards l'année précédente. L'Espagne et la Norvège ont renforcé les leurs de \$3,1 milliards et \$1,4 milliard respectivement, tandis que la Yougoslavie perdait \$1,1 milliard et l'Autriche \$1 milliard.

Malgré l'accroissement de leur déficit consolidé en compte courant, les pays en développement non producteurs de pétrole ont vu leurs avoirs officiels autres que l'or progresser de nouveau, l'an dernier, à concurrence de \$9,1 milliards. En Amérique latine, les réserves non métalliques de l'Argentine se sont accrues de \$4,4 milliards et celles de la Colombie, du Pérou et du Chili de \$1,5 milliard, \$1,1 milliard et \$0,8 milliard respectivement. En revanche, celles du Brésil ont diminué de \$2,9 milliards. Dans les autres pays en développement non producteurs de pétrole, l'Inde, la Malaisie et les Philippines ont enregistré des gains respectifs de \$1 milliard, \$0,7 milliard et \$0,5 milliard.

L'augmentation de \$14,4 milliards des composantes des réserves autres que l'or, déclarée par les pays exportateurs de pétrole, représente à peine plus de 20% de l'excédent consolidé des paiements courants de ces pays en 1979. Les gains les plus importants ont été obtenus par le Nigéria (\$3,7 milliards), l'Iran (\$3,2 milliards), la Libye (\$2,2 milliards), l'Indonésie (\$1,4 milliard) et le Venezuela (\$1,2 milliard). Le montant des réserves non métalliques déclarées de l'Arabie Saoudite est resté pratiquement inchangé.

L'évolution des réserves au cours du premier trimestre de 1980 a ressemblé à plusieurs égards à celle de 1979. Le renforcement de l'excédent global des paiements des Etats-Unis provoqué par les entrées de capitaux privés a entraîné un fléchissement des réserves de change officielles détenues dans ce pays alors que, dans le même temps, les avoirs en DTS ainsi que les réserves en devises détenues sous forme de dépôts en euro-monnaies marquaient une progression. Comme en 1979, la réduction des réserves traditionnelles en dollars s'est concentrée sur l'ensemble Groupe des Dix et Suisse. Les avoirs officiels non métalliques de ces pays, Etats-Unis mis à part, se sont contractés de \$8,1 milliards, tandis que ceux des Etats-Unis enregistraient une expansion de \$2,5 milliards.

Compte tenu de la détérioration de leur situation des paiements courants, il est peu vraisemblable que les pays importateurs de pétrole autres que ceux du Groupe des Dix aient réussi à renforcer leurs réserves au cours du premier trimestre de 1980, et tout porte à croire que le montant consolidé des avoirs de réserve autres que l'or de l'ensemble des pays importateurs de pétrole a fléchi. En outre, la valeur marchande de

leur encaisse-or a quelque peu diminué, car le cours du métal à la fin de mars 1980 se situait en deçà du niveau de fin 1979. Les actifs liquides des autorités monétaires des pays de l'OPEP, détenus principalement sous forme de dépôts en euro-monnaies, semblent s'être de nouveau sensiblement renforcés durant le premier trimestre de 1980.

Les réserves globales et leurs composantes: situation actuelle et perspectives d'évolution

Comme il est expliqué précédemment dans ce chapitre, l'évolution des réserves globales durant la période sous revue a été influencée par trois éléments principaux: les effets combinés de la disparition du déficit des paiements courants des Etats-Unis et de la réapparition d'un excédent considérable de l'OPEP; la hausse du cours de l'or sur le marché; et la création d'un nouvel actif de réserve, l'unité monétaire européenne (Ecu). L'incidence conjuguée de ces facteurs peut se résumer par trois conclusions essentielles. Tout d'abord, la position de réserve des pays de l'OPEP est encore devenue nettement plus confortable. Ensuite, il ne fait aucun doute que la position globale des pays importateurs de pétrole ne possédant que peu ou pas d'avois en or, autrement dit la majorité du monde importateur de pétrole, est en train de se détériorer. Enfin, l'ascension du prix de l'or sur le marché, de même que la création d'Ecus par voie d'opérations de swap contre or à des prix dérivés du marché, ont entraîné une amélioration de la situation des réserves des principaux pays détenteurs de métal, sans qu'on puisse toutefois en déterminer exactement l'ampleur qui varie, en outre, selon l'importance de l'encaisse-or du pays et les fluctuations du prix du métal lui-même.

En ce qui concerne l'avenir, il apparaît que la situation des réserves globales du monde importateur de pétrole se détériorera graduellement aussi longtemps que les pays de l'OPEP continueront à dégager d'énormes excédents des paiements courants. La réapparition de déficits en compte courant aux Etats-Unis, tout comme les allocations de DTS peuvent favoriser un accroissement net des réserves mais, dans les deux cas, les effets produits risquent fort d'être plus que contrebalancés par l'utilisation par les pays importateurs de pétrole des réserves existantes et par le recours aux facilités de crédits internationaux pour assurer le financement de la contrepartie de l'excédent de paiements de l'OPEP.

Les changements intervenus depuis la fin de 1978 dans la situation de la liquidité internationale ont également influencé la diversification des réserves de change au détriment du dollar et en faveur d'autres monnaies. Le tableau ci-après montre les mouvements identifiables enregistrés dans ce domaine depuis fin 1976. Entre ces deux dates, le montant total des avoirs officiels en devises s'est accru de \$102 milliards, passant ainsi de \$186 milliards à \$288 milliards; en outre, la part des réserves de change en monnaies autres que le dollar dans cet accroissement représente \$18,5 milliards. Sur cette base, qui constitue une estimation inférieure à la réalité – le tableau ne comprend en effet que les avoirs officiels en devises autres que le dollar détenus sous forme de dépôts auprès des banques commerciales des pays énumérés dans la note 1 – la part des monnaies autres que le dollar dans le montant total des réserves de change est passée de 10 à 13% au cours de la période 1977-78.

En 1979, le processus de diversification au détriment de la devise américaine et en faveur d'autres monnaies s'est encore accéléré, puisque, comme le montre le

**Dépôts identifiés constitués par des autorités monétaires
auprès de banques commerciales hors des Etats-Unis**

Rubriques	Fin 1976	Fin 1977	Fin 1978	Mi-1979	Fin 1979
	montants, en milliards de dollars EU				
A. Dépôts auprès des banques de certains pays européens¹, du Canada et du Japon					
I. Sur les marchés nationaux	5,0	7,6	9,3	8,3	8,8
Deutsche marks	1,0	2,2	3,1	3,2	3,4
Francs suisses	1,5	1,3	0,6	0,5	0,6
Yens	0,2	0,9	2,7	1,4	0,9
Livres sterling	1,2	1,6	1,2	1,5	1,9
Autres monnaies	1,1	1,6	1,7	1,7	2,0
II. Sur l'euro-marché	60,4	71,0	80,1	90,6	115,0
Dollars	47,2	53,0	52,8	61,5	73,3
Deutsche marks	8,3	12,0	16,8	18,2	24,1
Francs suisses	2,6	3,2	4,6	4,6	6,0
Yens	0,5 ²	0,9 ³	2,2 ³	2,6 ³	4,2 ³
Livres sterling	0,3	0,3	0,7	1,1	1,5
Autres monnaies	1,5	1,6	3,0	2,6	5,9
Total I+II	65,4	78,6	89,4	98,9	123,8
<i>dont en monnaies autres que le dollar</i>	18,2	25,6	36,6	37,4	50,5
B. Dépôts auprès de succursales offshore des banques américaines	4,5	4,4	5,7	6,2	6,4
Total A+B	69,9	83,0	95,1	105,1	130,2
<i>Pour mémoire:</i>					
<i>Dépôts officiels et privés de l'OPEP auprès des banques de certains pays européens¹ et auprès de succursales offshore des banques américaines</i>	55,1	68,2	73,4	77,8	106,2
<i>Engagements des Etats-Unis envers des institutions officielles étrangères</i>	92,0	126,1	156,5	138,1	143,1
<i>Total des avoirs officiels en devises (y compris les swaps de dollars contre Ecus)</i>	147,1	194,3	230,0	215,9	249,3

Remarque: Les chiffres du tableau comprennent les variations de la valeur en dollars des réserves détenues en d'autres monnaies résultant des fluctuations du cours du dollar par rapport à ces monnaies.

¹ Allemagne, Belgique-Luxembourg, France, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse et, depuis 1977, Autriche, Danemark et Irlande. ² Estimation. ³ A l'exclusion des dépôts auprès de banques sises en Suisse.

tableau, les dépôts officiels en devises autres que le dollar ont progressé jusqu'à atteindre près de 16% du total des avoirs officiels en devises, y compris ceux que les participants au SME ont obtenus dans le cadre de swaps contre Ecus. On ne saurait toutefois en déduire que la politique des divers pays en matière de réserves de change a été plus fortement tournée vers la détention d'autres monnaies que le dollar. Comme il en est déjà fait mention à la page 166, cette situation a été due au fait que les réserves en devises des pays du Groupe des Dix (autres que les Etats-Unis), constituées pour

l'essentiel en dollars, ont fléchi alors que les avoirs officiels en monnaies étrangères des autres pays, où la composante non dollar est moins importante, ont augmenté. En fait, dans le courant de l'année passée, certains signes indiquaient clairement que la devise américaine connaissait un regain de faveur en tant qu'actif de réserve parmi les pays extérieurs au Groupe des Dix, grâce au redressement de son taux de change et à l'attrait croissant des taux d'intérêt du dollar. Ainsi, alors qu'en 1978 le renforcement des dépôts officiels, indiqués dans le tableau, auprès de banques commerciales européennes, canadiennes et japonaises avait porté en totalité sur des monnaies autres que le dollar, en 1979 la part des composantes autres que la monnaie américaine dans ces nouveaux dépôts a été d'environ 40%.

En ce qui concerne les possibilités futures de diversification, l'apparition d'un important déficit des transactions courantes en Allemagne et au Japon ainsi que la réduction de l'excédent dégagé par la Suisse inciteront peut-être davantage les autorités monétaires des pays excédentaires de l'OPEP à renforcer leurs avoirs en monnaies de ces pays, et à le faire sans engendrer d'effets déstabilisateurs sur les taux de change ou sur la masse monétaire interne des pays dont la monnaie est utilisée comme avoir de réserve.

Une autre forme de diversification qui a fait l'objet de discussions l'an dernier est la proposition de création d'un compte de substitution auprès du FMI; ce compte permettrait aux membres du Fonds de déposer l'excédent de leurs réserves en dollars et de recevoir en échange des créances sur le Fonds libellées en DTS. Lorsque cette idée a été avancée pour la première fois, le dollar se dépréciait par rapport aux autres grandes monnaies, et l'excédent de l'OPEP se trouvait réduit à de modestes proportions. Quel pourrait être le rôle de ce compte de substitution dans la situation créée par la réapparition d'un important excédent de l'OPEP? En premier lieu, il est probable que son usage se limiterait principalement aux pays de l'OPEP. En deuxième lieu, comme mentionné précédemment, le fait que l'Allemagne et le Japon accusent d'énormes déficits en compte courant ouvre peut-être des possibilités nouvelles d'opérer une diversification ordonnée vers la monnaie de ces pays. En troisième lieu, l'attrait exercé par les avoirs libellés en DTS dépendra de leur rendement relatif et de celui des réserves en devises ainsi que du degré de stabilité des taux de change bilatéraux des monnaies entrant dans la composition du panier DTS. A cet égard, la substitution, sur une grande échelle, d'actifs libellés en DTS aux dollars détenus par les pays de l'OPEP, qui reviendrait en fait à recycler vers les Etats-Unis un montant de dollars de l'OPEP supérieur à tout déficit de paiements que pourrait enregistrer ce pays — serait susceptible d'amener d'autres pays importateurs de pétrole à tenter de faire supporter une partie de leur déficit des paiements courants par les Etats-Unis et/ou d'emprunter massivement auprès de ce pays, avec les répercussions néfastes qu'une telle attitude risquerait d'exercer sur le taux de change du dollar. Indépendamment de l'usage qu'on puisse faire d'un compte de substitution et des conséquences qui pourraient en résulter, son introduction dans le système monétaire ne paraît pas devoir se faire avant un certain temps. Par conséquent, en ce qui concerne l'avenir immédiat, les questions posées par la liquidité internationale semblent plutôt porter sur le mode de financement du déficit des paiements des pays importateurs de pétrole et sur les moyens de garantir aux pays de l'OPEP un rendement suffisant sur les réserves qu'ils détiennent sous la forme traditionnelle de devises étrangères.

VIII. ACTIVITÉS DE LA BANQUE

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

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a de nouveau joué son rôle traditionnel de promoteur de la coopération monétaire internationale. En plus des réunions régulières, à Bâle, des gouverneurs des instituts d'émission des pays du Groupe des Dix et de la Suisse et des séances du Conseil d'administration, la Banque a organisé des rencontres périodiques de représentants de banques centrales, consacrées à l'examen de questions telles que l'évolution des marchés de l'or, des changes et des euro-monnaies, ainsi qu'à l'étude et à l'échange de renseignements portant sur d'autres problèmes économiques, monétaires, techniques et juridiques intéressant ces institutions. A la suite de divers échanges de vues entre les gouverneurs des banques centrales des pays de ce groupe sur l'évolution récente et les perspectives à venir du système bancaire international en général, et de l'euro-marché en particulier, un communiqué de presse a été publié le 15 avril 1980.

La Banque a poursuivi sa participation, en qualité d'observateur, aux travaux du Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international chargé d'étudier la réforme du système monétaire international. Elle a aussi pris part en tant qu'observateur aux réunions des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix et de la Suisse, ainsi qu'à celles de leurs suppléants. Par ailleurs, la Banque a continué d'assumer les fonctions qui lui ont été confiées, en août 1964, par les ministres et les gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix et de la Suisse et qui consistent à recueillir et à communiquer à tous les membres du Groupe, ainsi qu'au Groupe de travail No 3 de l'Organisation de coopération et de développement économiques, des données statistiques relatives au financement des excédents et des déficits des comptes extérieurs des pays du Groupe des Dix et de la Suisse. Elle a également poursuivi la collecte, le contrôle et la diffusion de données statistiques concernant le marché des euro-monnaies et a continué d'être associée à d'autres travaux effectués par le Groupe des Dix et par l'OCDE, en servant, en particulier, de secrétariat au Comité des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires, institué par les gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix en décembre 1974.

La Banque a également continué d'assurer le secrétariat du Comité des gouverneurs des banques centrales des Etats membres de la Communauté économique européenne et du Conseil d'administration du Fonds européen de coopération monétaire – organismes de la CEE qui ont été institués respectivement en mai 1964 et en avril 1973 – ainsi que de leurs sous-comités et groupes d'experts. Ces derniers comprennent en particulier: le Comité des suppléants des gouverneurs, qui prépare régulièrement les séances 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, ou il s'étend à d'autres pays industrialisés, en général membres du Groupe des Dix); un groupe chargé d'examiner périodiquement la situation monétaire dans les

Etats membres ainsi que les problèmes soulevés par la coordination, au niveau communautaire, des politiques monétaires nationales; enfin, un groupe ayant pour tâche de promouvoir l'harmonisation des instruments de politique monétaire utilisés par les Etats membres (ce groupe est commun au Comité monétaire de la CEE et au Comité des gouverneurs).

Comme au cours des années précédentes, ces comités et groupes se sont réunis à de nombreuses reprises en 1979-80, le plus souvent à Bâle, soit de façon régulière, soit ad hoc, en vue généralement de préparer les délibérations des gouverneurs. En effet, le Comité des gouverneurs et le Conseil d'administration du Fonds européen, dans le cadre de leurs compétences et dans l'exercice de leurs missions, qui sont voisines et complémentaires, s'appuient sur les travaux des comités et groupes précités pour prendre diverses décisions relatives aux arrangements monétaires entre banques centrales ou pour élaborer des rapports et des avis, périodiquement ou pour des questions spécifiques. Les documents sont destinés à la Commission des Communautés européennes ou, le plus souvent, aux ministres des Finances des pays de la CEE. Au cours de l'exercice 1979-80, cette activité a été centrée sur le nouveau Système monétaire européen mis en place le 13 mars 1979. Il s'est agi, en particulier, de veiller à une application correcte des dispositions régissant le système², de renforcer, comme le requiert un bon fonctionnement du SME, la coordination des politiques de change et des politiques monétaires internes menées par les banques centrales de la CEE et de réexaminer, à l'issue des six premiers mois d'expérience, certaines dispositions. Le Comité des gouverneurs a également entamé des travaux sur l'évolution possible du SME vers une phase plus institutionnelle et plus définitive.

Enfin, la Banque a continué d'assurer le secrétariat du Groupe des experts informaticiens des banques centrales des pays du Groupe des Dix et de Suisse. Au cours du présent exercice, les experts ont poursuivi leur étude des transferts de fonds et, dans la perspective de dresser un tableau à la fois riche et synthétique de la situation actuelle, ils se sont attachés presque exclusivement à mettre à jour, à préciser et à compléter l'information qu'ils avaient recueillie l'année précédente sur les systèmes de paiement en usage dans les pays du Groupe des Dix et en Suisse. Leurs travaux ont abouti à la publication, en mars 1980, d'un ouvrage descriptif intitulé «Payment Systems in Eleven Developed Countries» qui passe successivement en revue chacun des pays concernés. Le Groupe s'est également intéressé à l'activité déployée par un certain nombre d'organismes dans des domaines connexes, tels que la transmission de messages bancaires, et l'activité de l'ISO (Organisation internationale de normalisation) dans ce secteur a particulièrement retenu son attention.

Sous l'égide du Groupe d'experts sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques, dont la BRI assume également le secrétariat, une base de données comportant des séries chronologiques macro-économiques est entrée dans une nouvelle phase d'extension et est sur le point d'être transférée du centre de traitement extérieur dans les propres locaux de la Banque. La banque de données permettra d'échanger rapidement et au moment voulu des données économiques importantes entre la BRI et les banques centrales des pays du Groupe des Dix et de Suisse. Les économistes et les statisticiens de la BRI utiliseront les informations contenues dans la banque de données à l'aide d'un système informatique personnel dont l'élaboration, sous sa forme initiale, est actuellement achevée.

2. Opérations du Département Bancaire

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes au 31 mars 1980, contrôlés par les commissaires-vérificateurs, figurent à la fin du présent Rapport; tous deux sont exprimés en francs or.

Depuis juin 1979, conformément à la décision annoncée lors de l'Assemblée générale ordinaire de l'an dernier, la base adoptée pour la conversion en francs or des avoirs et engagements libellés en monnaies est de \$EU 208 l'once d'or fin (moyenne des cours cotés sur le marché pendant l'exercice 1978-79 de la Banque), contre \$EU 42,22 ... l'once de fin précédemment. Selon l'article 4 des Statuts, le franc or équivaut à 0,290 322 58 ... gramme d'or fin. Les éléments d'actif et de passif en dollars EU sont ainsi convertis sur la base de 1 franc or = \$1,941 49 ... Tous les autres éléments en monnaies sont convertis aux cours du marché par rapport au dollar EU.

L'adoption de ce nouveau cours de conversion a entraîné une réduction sensible de la valeur en francs or des éléments en monnaies figurant au bilan de la Banque, alors que le capital de la Banque, qui est entièrement représenté par de l'or en encaisse, et la part des réserves représentée par de l'or n'ont pas été affectés par cette modification.

En conséquence, le rapport entre les fonds propres de la Banque (c'est-à-dire son capital libéré et ses réserves) et le montant total du bilan s'est amélioré.

Depuis juin 1979, la Banque publie ses situations mensuelles sur la base de la nouvelle méthode de conversion; cependant, pour faciliter la comparaison, les chiffres ont été également présentés selon l'ancienne base jusqu'à la fin de l'exercice 1979-80. Pour la même raison, le bilan et le compte de profits et pertes de l'exercice clos le 31 mars 1980 sont accompagnés de comptes pro forma, établis pour la dernière fois selon l'ancienne base. Dans les sections du présent chapitre consacré aux activités de la Banque, tous les chiffres exprimés en francs or sont obtenus selon la nouvelle méthode de conversion, sauf indication contraire.

* * *

Il est rappelé que, sur la base de l'ancienne méthode de conversion, le total du bilan au 31 mars 1979 s'établissait à 70.408.614.197 francs or.*

Selon la nouvelle méthode de conversion, ce total s'inscrit le 31 mars 1980	F 24.409.416.167
contre, au 31 mars 1979	F 19.101.218.925
L'augmentation est ainsi de	F 5.308.197.242

soit de 27,8%, pourcentage assez nettement supérieur à celui de 18,7% enregistré lors de l'exercice précédent.

* Dans le texte ci-après, l'expression «francs» (en abrégé F) signifiera francs or sauf indication contraire.

D'une fin d'exercice à l'autre, les variations du cours moyen des monnaies autres que le dollar EU se sont le plus souvent traduites par une légère dépréciation de la valeur de ces monnaies exprimées en franc or; il y a cependant lieu de noter que, dans la présente section du Rapport annuel, les mouvements enregistrés ne montrent pas la forte appréciation des monnaies du Système monétaire européen – tout particulièrement du deutsche mark – apparue lorsqu'aux cours centraux ont été substitués, en juin 1979, les cours du marché, qui se situaient à des niveaux sensiblement plus élevés; en effet, ainsi que mentionné à la fin de l'introduction, la valeur de toutes les monnaies en début d'exercice a également été recalculée selon la nouvelle méthode, donc sur la base des cours du marché.

Le total de la situation mensuelle a progressé très fortement dès le mois d'avril 1979; il a ensuite présenté des fluctuations dans les deux sens – parfois assez marquées – qui se sont traduites par une nouvelle croissance nette, d'ampleur cependant moindre que celle du début d'exercice.

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

Exercice clos le 31 mars	Total du bilan	Différences par rapport à l'exercice précédent	
		en millions de francs	en pourcentage
1971	23.856	+ 3.157	+ 15
1972	29.362	+ 5.508	+ 23
1973	25.250	– 4.112	– 14
1974	31.615	+ 6.365	+ 25
1975	41.940	+ 10.325	+ 33
1976	43.426	+ 1.486	+ 4
1977	48.846	+ 5.420	+ 13
1978	59.334	+ 10.488	+ 22
1979	70.409	+ 11.075	+ 19
1979*	19.101	–	–
1980*	24.409	+ 5.308	+ 28

* Sur la base de la nouvelle méthode de conversion.

Ne sont pas inclus dans le bilan:

- les effets et autres titres détenus en garde pour le compte de banques centrales ou d'autres déposants;
- les avoirs détenus au titre des fonctions assumées par la Banque dans le cadre d'emprunts internationaux (Tiers convenu, Mandataire ou Trustee);
- les écritures découlant des fonctions de la Banque en tant qu'Agent du Fonds européen de coopération monétaire au titre des emprunts communautaires et au titre du Système monétaire européen;
- l'or sous dossier, conservé par la Banque pour le compte de déposants, qui s'inscrivait à 1.034 millions de francs au 31 mars 1980, contre 1.020 millions au 31 mars 1979.

PASSIF (COMPOSITION DES RESSOURCES)

**BRI : évolution de la composition des ressources
au cours des dix derniers exercices**
(à partir du 31 mars 1972, 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			
1971	539	23.086	231	23.856
1972	754	28.401	207	29.362
1973	849	24.179	222	25.250
1974	967	30.378	270	31.615
1975	1.122	40.435	383	41.940
1976	1.253	41.617	556	43.426
1977	1.373	46.934	539	48.846
1978	1.493	57.150	691	59.334
1979	1.634	67.967	808	70.409
1979*	859	17.991	251	19.101
1980*	887	23.239	283	24.409

* Sur la base de la nouvelle méthode de conversion.

A. Capital, réserves et passifs divers

a) Capital libéré F 295.703.125

contre 300,7 millions de francs, soit une diminution de 5 millions; en effet, le nombre des actions émises – libérées de 25% – s'est réduit de 481.125 à 473.125 par suite de l'annulation, en juin 1979, des 8.000 actions de l'émission de Dantzig, ceci conformément à la décision prise par l'Assemblée générale extraordinaire tenue le 11 juin 1979; de ce fait, le montant du capital émis est revenu d'une valeur nominale de 1.202,8 millions à 1.182,8 millions. Ces différentes données sont reprises dans le tableau figurant à la fin du présent Rapport annuel, sous point I. En revanche, le capital autorisé demeure fixé à 1.500 millions.

b) Réserves

L'évolution des diverses réserves qui sont passées en revue ci-après figure au tableau dont il vient d'être fait mention, sous point II.

1) *Fonds de réserve légale* F 30.070.313

Le montant de ce fonds, représenté en totalité par de l'or, 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 1979-80 F 397.152.793

Sur la base de l'ancienne méthode de conversion des monnaies, ce fonds s'établissait à 576,2 millions en début d'exercice; n'étant représenté par de l'or qu'en partie seulement, il est tombé en juin 1979 à 384 millions lors de l'application du nouveau système de conversion; à ce montant s'ajoutera un transfert de 13,2 millions qu'il a été proposé d'effectuer, par prélèvement sur le bénéfice net; le renforcement ainsi envisagé de cette réserve est conforme aux dispositions de l'article 51 (3) des Statuts.

3) *Fonds spécial de réserve de dividendes*

après répartition du bénéfice net de 1979–80 F 17.530.055

Sur la base de l'ancienne méthode de conversion, ce fonds s'élevait à 83,2 millions; étant entièrement représenté par des monnaies, il s'est réduit à 16,5 millions lors du changement du système de conversion; il a été recommandé d'accroître de 1 million ce montant, par imputation sur le bénéfice net, de manière que le total du fonds en question demeure légèrement supérieur à l'équivalent en francs or d'un dividende de 110 francs suisses par action (voir plus loin sous point d).

4) *Fonds de réserve libre*

après répartition du bénéfice net de 1979–80 F 146.730.236

Pour la même raison que celle donnée sous point 3 ci-dessus, le montant du fonds sous examen s'est trouvé ramené de 643,7 millions à 127,9 millions; une affectation à ce fonds de 18,8 millions, par imputation sur le bénéfice net, a été proposée.

Après répartition du bénéfice net de 1979–80, les réserves totales de la Banque se montent ainsi à F 591.483.397

Sur la base de l'ancienne méthode de conversion, ces réserves s'élevaient à 1.333,2 millions au 31 mars 1979, soit l'équivalent de 558,5 millions selon la méthode de conversion actuelle; elles augmentent par conséquent de 33 millions. A titre de comparaison, l'accroissement aurait été, selon la nouvelle méthode, de 28,6 millions au cours de l'exercice précédent.

c) Le poste «Divers» s'inscrit à F 265.170.988

Ce poste s'établissait à 728,1 millions en début d'exercice selon l'ancien système de conversion, soit 235 millions selon le nouveau système.

d) Compte de profits et pertes, *avant* répartition F 50.977.378

montant qui correspond au bénéfice net de l'exercice 1979–80 et qui incorpore le produit net de la vente des anciens immeubles de la Banque, soit 2,6 millions environ; à des fins de comparaison, le chiffre pour l'exercice 1978–79, recalculé sur la base de la nouvelle méthode de conversion, était de l'ordre de 44,8 millions; la section 3 ci-après donne les détails de la répartition proposée, conformément aux dispositions de l'article 51 des Statuts; aux termes de cette répartition, dont il a déjà été fait mention à propos de l'évolution des réserves, une somme de 17.977.378 francs sera en particulier prélevée sur le bénéfice net au titre du dividende payable le 1er juillet 1980; ce dividende se compose de 110 francs suisses par action – même montant que celui de l'exercice précédent – et de 25 francs suisses par action à titre de dividende exceptionnel alloué à l'occasion du cinquantenaire de la Banque.

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
	1979	1980	
	en millions de francs		
Dépôts des banques centrales	17.515	22.486	+ 4.971
Dépôts des autres déposants	476	753	+ 277
Total	17.991	23.239	+ 5.248

Les «Dépôts des banques centrales» s'accroissent de manière encore plus prononcée qu'au cours de l'exercice antérieur, de 28,4% contre 16,7% précédemment (en valeurs absolues, les progressions ne sont pas comparables en raison du changement du système de conversion); cette fois encore, l'accroissement porte en majeure partie sur les dollars EU; une fraction – au reste modeste – en est indexée sur le droit de tirage spécial, des banques centrales ayant augmenté leurs apports sous cette forme, alors que d'autres constituaient de premiers dépôts de cette nature; en deutsche marks et francs suisses, on relève, malgré la légère dépréciation précitée de ces monnaies, une certaine progression, tandis que dans les autres monnaies les mouvements sont en général négatifs et toujours de faible amplitude.

La croissance des «Dépôts des autres déposants», tout en étant très sensible, est nettement moins marquée qu'au cours de l'exercice précédent, l'encours progressant en effet de 58,2% alors qu'il avait presque triplé; cette progression résulte principalement de nouveaux apports en dollars EU, indexés sur le droit de tirage spécial.

A nouveau, la part prédominante qui, parmi les fonds empruntés, avait été prise par les «Dépôts des banques centrales» continue à régresser très légèrement; de fait, cette part revient de 97,4% – pourcentage recalculé selon la nouvelle méthode de conversion – à 96,8%, tandis que celle des «Dépôts des autres déposants» progresse corrélativement.

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
	1979	1980		1979	1980		1979	1980	
	en millions de francs								
A vue	3.941	4.432	+ 491	188	366	+ 178	4.129	4.798	+ 669
A 3 mois au maximum	49	46	- 3	10.698	15.992	+ 5.304	10.797	16.038	+ 5.301
A plus de 3 mois	9	9	-	3.116	2.394	- 722	3.125	2.403	- 722
Total	3.999	4.487	+ 488	13.992	18.752	+ 4.760	17.991	23.239	+ 5.248

Ainsi qu'il ressort du tableau précédent, par rapport au total des engagements, le pourcentage des dépôts en monnaies monte en cours d'exercice de 77,8 à 80,7%, celui des dépôts en or revenant de 22,2 à 19,3%.

En outre, sous l'angle de la durée, les dépôts à terme progressent de 77 à 79,4%, alors qu'à vue ils reculent de 23 à 20,6%.

a) Dépôts en or F 4.486.882.681

contre 3.999 millions de francs en début d'exercice; l'accroissement, soit 488 millions ou 12,2%, est nettement supérieur à celui de 41 millions qui était apparu au cours de l'exercice précédent; il correspond presque exactement à l'augmentation des dépôts à vue, celle-ci résultant d'une part de nouveaux apports nets faits par diverses banques centrales, d'autre part de la réduction de l'encours de swaps, à l'échéance desquels l'or est resté en dépôt à vue auprès de la Banque; malgré des fluctuations intervenues au cours de l'exercice, les dépôts en or à terme demeurent pratiquement inchangés, seuls ceux qui échoient à trois mois au maximum accusant un très léger repli.

b) Dépôts en monnaies F 18.752.198.598

contre 13.992 millions; ce poste – dont l'encours constitue un peu plus des trois quarts du total du passif – progresse de manière particulièrement prononcée, de 4.760 millions ou de 34% (+20,3% pour l'exercice précédent); cet accroissement porte essentiellement sur les fonds échéant à trois mois au maximum, qui progressent de moitié, le montant des dépôts à vue doublant presque cependant; en revanche, les fonds ayant plus de trois mois à courir régressent de près d'un quart. Il résulte de l'évolution qui vient d'être décrite que la durée moyenne de l'ensemble des dépôts reçus en monnaies par la Banque s'est raccourcie de façon non négligeable en cours d'exercice.

ACTIF (UTILISATION DES RESSOURCES)

Le tableau suivant montre le 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	
	1979	1980		
	en millions de francs			
Avoirs à vue				
Or	4.987	5.313	+	326
Monnaies	20 5.007	15 5.328	-	5 + 321
Bons du Trésor				
Monnaies	260	156	-	104
Dépôts à terme et avances				
Monnaies	12.952	14.487	+	1.535
Titres à terme				
Monnaies	867	4.268	+	3.401
Total				
Or	4.987	5.313	+	326
Monnaies	14.099 19.086	18.926 24.239	+	4.827 + 5.153

a) Or F 5.313.151.938

contre 4.987 millions de francs en début d'exercice, soit une progression de 326 millions ou de 6,5%, alors qu'au cours de l'exercice précédent l'encours de ce poste avait légèrement diminué; la progression enregistrée résulte d'apports nets de métal de la part de diverses banques centrales et, à un moindre degré, d'échéances de swaps – or (cédé au comptant) contre dollars EU – qui avaient été conclus avec le marché.

b) Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue F 15.504.444

contre 20 millions; il y a en effet lieu de noter que ce poste s'était trouvé quelque peu gonflé à la fin du précédent exercice, du fait que la Banque avait reçu à cette date des fonds à court préavis qu'elle avait dû garder en encaisse.

c) Bons du Trésor F 156.032.236

contre 260 millions, soit une réduction de 104 millions – ou de 40% – s'établissant à la moitié environ de la progression enregistrée au cours de l'exercice 1978–79; ce repli, qui est en dollars EU, représente une différence entre l'échéance de bons du Trésor au porteur émis par un gouvernement autre que celui de la monnaie en cause et des achats de bons du Trésor des Etats-Unis.

d) Dépôts à terme et avances F 14.486.946.979

contre 12.952 millions; ce poste, entièrement constitué de monnaies et de loin le plus important de l'actif, s'accroît de 1.535 millions, soit de +11,9%, pourcentage quelque peu inférieur à celui de l'augmentation de l'exercice antérieur; l'accroissement en cause résulte essentiellement de dépôts effectués sur d'assez nombreux marchés en dollars EU et en deutsche marks pour des montants comparables, dans une mesure nettement moindre en francs suisses et en diverses autres monnaies; il convient de remarquer que, par rapport aux ressources empruntées, l'encours en monnaies autres que le dollar EU et le franc suisse, est ici plus prononcé; en effet, lors de la réception de dépôts en dollars EU indexés sur le droit de tirage spécial, la Banque se couvre – en général par achats au comptant – et place simultanément les diverses monnaies ainsi achetées contre dollars EU.

e) Titres à terme F 4.267.952.816

contre 867 millions; ainsi, l'encours quintuple presque après s'être déjà accru de près des trois quarts lors de l'exercice antérieur; l'augmentation enregistrée, soit 3.401 millions, porte sur des dollars EU; elle correspond en tout premier lieu à divers titres du Trésor américain que la Banque a pris en pension; à ceci s'ajoutent des achats de certificats de dépôt bancaires émis sur le marché des Etats-Unis, mais compensés en majeure partie par des échéances de différents effets portant une garantie d'Etat.

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

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

Durée	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1979	1980	
	en millions de francs		
A 3 mois au maximum . . .	8.068	14.652	+ 6.584
A plus de 3 mois	5.751	4.103	- 1.648
Total . . .	13.819	18.755	+ 4.936

Reflétant ce qui avait été relevé plus haut à propos des dépôts reçus en monnaies, le tableau ci-dessus fait apparaître un assez net raccourcissement de la durée moyenne de ces investissements; en effet, les avoirs échéant à trois mois au maximum s'accroissent des quatre cinquièmes environ alors que ceux qui ont plus de trois mois à courir régressent de plus d'un quart.

f) Divers F 169.827.753

contre 15 millions; cette progression – de 155 millions – correspond en gros à des ajustements dus au fait que, par suite de la hausse du prix du métal sur le marché en cours d'exercice, les poids d'or impliqués dans des swaps conclus avec des banques centrales – or (acheté au comptant à des prix dérivés de ceux du marché) contre monnaies – se sont sensiblement réduits lors de renouvellements de ces swaps; en conséquence, la valeur de l'or en question est devenue nettement inférieure, d'un point de vue comptable, à celle des monnaies mises à disposition par la Banque.

Opérations à terme sur or

Ces opérations, dont le montant figure à la note 2 complémentaire du bilan, montrent un solde négatif de F 164.204.075 contre un solde également négatif de 326 millions en début d'exercice; cette régression – 162 millions – de l'or à livrer à terme est surtout la conséquence de la réduction – citée à propos du poste précédent – de poids d'or impliqués dans des swaps traités avec des banques centrales; l'effet de cette diminution a toutefois été atténué par l'échéance des swaps – or (cédé au comptant) contre dollars EU – qui avaient été conclus avec le marché.

* * *

Faisant suite à une activité opérationnelle dont le rythme d'expansion avait été modéré en 1978–79, celle du présent exercice s'est nettement intensifiée pour se hausser à un niveau non encore atteint.

3. Bénéfice net et répartition

Les comptes du cinquantième exercice clos le 31 mars 1980 font apparaître un excédent global de 54.966.432 francs, contre 45.123.000 francs au titre de l'exercice précédent et 41.507.000 francs environ pour l'exercice 1977–78. La nouvelle augmentation enregistrée pendant l'exercice sous revue est essentiellement due à trois éléments:

l'accroissement du volume des fonds traités par la Banque au cours de cette période, les taux d'intérêt plus élevés obtenus sur divers marchés dans l'utilisation du volume grandissant des fonds propres de la Banque détenus en monnaies et l'inclusion du produit net de la vente des anciens immeubles de la Banque, soit 2.630.695 francs.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 3.989.054 francs à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels». A la suite de ce transfert, le bénéfice net atteint 50.977.378 francs, contre 44.775.000 francs pour l'exercice précédent et 38.781.000 francs environ pour l'exercice 1977-78. 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 50.977.378 francs de la manière suivante:

- i) au titre du dividende payable sur 473.125 actions, prévu à l'alinéa 2 de l'article 51 des Statuts:
 - a) une somme de 14.648.234 francs est affectée au paiement d'un montant de 110 francs suisses par action au titre de l'exercice clos le 31 mars 1980;
 - b) une somme supplémentaire de 3.329.144 francs est affectée au paiement d'un montant de 25 francs suisses par action, à titre de dividende exceptionnel et non renouvelable, à l'occasion du cinquantenaire de la Banque;
- ii) un montant de 13.200.000 francs est transféré au Fonds de réserve générale;
- iii) un montant de 1.000.000 de francs est transféré au Fonds spécial de réserve de dividendes; enfin,
- iv) un montant de 18.800.000 francs, représentant le reliquat du bénéfice net disponible, est transféré au Fonds de réserve libre que le Conseil peut utiliser pour tout objet conforme aux dispositions des Statuts.

Si ces propositions sont acceptées, le dividende sera payé le 1er juillet 1980 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1980.

On trouvera à la fin du présent Rapport le bilan, le compte de profits et pertes et un état indiquant l'évolution du capital libéré et 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 1980 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Le rapport de MM. Price Waterhouse & Co. figure au bas du bilan.

On trouvera en outre à la fin du présent Rapport un bilan et un compte de profits et pertes pro forma établis, aux fins de comparaison, selon l'ancienne base de conversion.

4. La Banque comme Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux

Conformément aux accords en vigueur, la Banque a continué d'assumer les fonctions de Trustee pour les nouvelles obligations émises par le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne, en exécution de l'Accord de Londres du 27 février

1953 sur les dettes extérieures allemandes, au titre de l'Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young).

L'exercice 1979-80 de l'Emprunt Young a été clos le 1er juin 1980, date à laquelle toutes les obligations de conversion encore en circulation sont arrivées à échéance et ont été remboursées. En ce qui concerne les intérêts dus au titre de l'exercice 1979-80, ceux-ci ont été dûment versés à la Banque, qui les a répartis entre les Agents payeurs. Les obligations de consolidation ayant déjà été appelées au remboursement final le 1er décembre 1972, toutes les obligations de l'Emprunt Young émises en application de l'Accord de Londres sont maintenant amorties. Cependant, ainsi qu'il est expliqué ci-après, les porteurs de titres et de coupons pourraient, le cas échéant, avoir droit ultérieurement à des paiements complémentaires en application de la clause de garantie de change dont l'Emprunt Young est assorti.

La situation présente de l'Emprunt Young est résumée dans le tableau suivant.

Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young)
Obligations de conversion

Tranche	Monnaie	Valeur d'amortissement*			
		Obligations émises	Obligations rachetées ou sorties au tirage en vue de leur amortissement au titre des exercices		Obligations remboursées à l'échéance finale du 1er juin 1980
			1958-59 à 1978-79	1979-80	
allemande . . .	DM	14.509.000	4.917.000	96.000	9.496.000
américaine . . .	\$	90.139.000	33.197.000	766.000	56.176.000
belge	FB	202.894.000	71.524.000	37.001.000	94.369.000
britannique . . .	£	39.055.000	13.675.000	2.522.000	22.858.000
française	FF	633.074.000	224.447.000	25.261.000	383.366.000
néerlandaise . .	FL	52.581.000	18.190.000	6.770.000	27.621.000
suédoise	KRS	126.666.000	45.134.000	6.830.000	74.702.000
suisse	FS	58.393.000	20.152.000	948.000	37.293.000

* Sur la base des valeurs établies par l'Administration fédérale de la dette publique pour l'échéance du 1er décembre 1979, à la suite de l'entrée en vigueur, le 1er avril 1978, du deuxième amendement aux statuts du Fonds monétaire international abolissant les parités. Ces valeurs ne tiennent pas compte des changements, jusqu'au 31 mars 1978, des cours de change des monnaies d'émission en dehors d'une modification officielle des parités, ni de l'appréciation, postérieurement à cette date, du deutsche mark, du florin et du franc suisse par rapport aux autres monnaies d'émission.

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

Ainsi qu'il a été mentionné dans le 49^e Rapport annuel de la BRI, lors des échéances de l'Emprunt des 1^{er} juin et 1^{er} décembre 1978, le franc belge était, de l'avis de la Bundesschuldenverwaltung, la «monnaie la moins dépréciée», ce qui a donné lieu à un ajustement en hausse substantiel des montants dus, au 1^{er} juin 1978, aux porteurs d'obligations des tranches américaine, britannique, française et suédoise, ainsi qu'un autre ajustement mineur pour les montants dus au 1^{er} décembre 1978, aux porteurs des obligations de la tranche américaine. Lors des échéances de l'Emprunt des 1^{er} juin et 1^{er} décembre 1979, le franc belge a continué d'être considéré par la Bundesschuldenverwaltung comme étant la «monnaie la moins dépréciée»; le calcul effectué sur cette base par les soins de la Bundesschuldenverwaltung a conduit à un faible ajustement en baisse des montants dus, au 1^{er} juin 1979, aux porteurs d'obligations des tranches américaine et britannique alors que les montants payables au titre de l'échéance du 1^{er} décembre 1979 sont demeurés inchangés pour toutes les tranches.

Le Trustee, tout en se félicitant de la décision de la Bundesschuldenverwaltung de recalculer les montants dus aux porteurs d'obligations à compter du 1^{er} juin 1978, est néanmoins d'avis que ces montants auraient déjà dû être ajustés antérieurement, pour ce qui est des dépréciations de facto des monnaies, en vue de compenser les pertes subies depuis 1971 par les porteurs d'obligations de diverses tranches dont la monnaie de paiement s'est progressivement dépréciée. Cette question ainsi que celle, plus générale, de savoir si des appréciations de facto des monnaies devraient également donner lieu à l'application de la garantie de change, ont été soumises à l'attention des gouvernements des pays d'émission des tranches de l'Emprunt, auxquels le Trustee a demandé d'étudier le problème et de faire tout ce qui est en leur pouvoir pour parvenir à une solution appropriée. La Bundesschuldenverwaltung a été informée par le Trustee que les réserves qu'il avait exprimées à la suite du litige au sujet des réévaluations du deutsche mark de 1961 et 1969, pour préserver les droits des porteurs en ce qui concerne l'application de la garantie de change de l'Emprunt Young, s'étendaient aussi à la question du flottement des monnaies. Les réserves ainsi exprimées par le Trustee s'appliquent indépendamment de la présentation des coupons et titres échus depuis le 1^{er} juin 1961, et notamment lors de l'échéance finale du 1^{er} juin 1980.

La question de savoir si la garantie de change était applicable au cas des réévaluations du deutsche mark de 1961 et 1969 a été portée devant la Cour d'arbitrage prévue par l'article 28 de l'Accord de Londres par les gouvernements américain, belge, britannique, français et suisse, en leur qualité de gouvernements demandeurs, et par le gouvernement de la République fédérale allemande, en sa qualité de gouvernement défendeur, en mai 1971. Le Tribunal arbitral a rendu sa sentence en faveur du gouvernement défendeur, par une majorité de quatre voix contre trois, le 16 mai 1980. Le Trustee espère que cette décision préparera la voie à un règlement des questions encore en suspens.

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

Toutes les obligations certifiées des tranches américaine et anglo-néerlandaise ont été remboursées respectivement en 1978 et 1979; celles encore en circulation de la

tranche suisse seront appelées au remboursement final le 1er juillet 1980, date à laquelle l'Emprunt international 1930 de la République fédérale d'Autriche sera entièrement amorti.

5. La Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté européenne du charbon et de l'acier

Emprunts garantis de la Communauté européenne du charbon et de l'acier

Séries de titres garantis	Date de l'émission	Pays d'émission	Bailleurs de fonds	Montant initial des emprunts	Montant non remboursé au 1 ^{er} avril 1980	Taux d'intérêt %	Année de la dernière échéance ou du remboursement
1 ^{re}	1954	Etats-Unis	Gouvernement des Etats-Unis	\$ 100.000.000	—	3 ¹ / ₂	1979
2 ^e	1955	Belgique	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	34.800.000	3 ¹ / ₂	1982
3 ^e	1955	Allemagne	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf ¹	DM 50.000.000	1.274.400	3 ³ / ₄	1981
4 ^e	1955	Luxembourg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg	FB 20.000.000 FLUX 5.000.000	3.480.000 —	3 ¹ / ₂ 3 ¹ / ₂	1982 1961
5 ^e	1956	Sarre	Landesbank Saar Girozentrale, Sarrebruck	DM 2.977.450 ¹	—	4 ¹ / ₄	1977
6 ^e	1956	Suisse	Emission publique	FS 50.000.000	—	4 ¹ / ₄	1974
7 ^e	1957	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	—	5 ¹ / ₂	1975
8 ^e			Emission publique	\$ 7.000.000	—	5	1962
9 ^e			Prêts bancaires	\$ 3.000.000	—	5	1962
10 ^e	1957	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	21.793.586	5 ³ / ₈	1982
11 ^e	1958	Etats-Unis	Emission publique	\$ 35.000.000	—	5	1978
12 ^e			Emission publique	\$ 15.000.000	—	4 ¹ / ₂	1963
13 ^e	1960	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	1.900.000	5 ³ / ₈	1980
14 ^e			Emission publique	\$ 3.300.000	—	4 ³ / ₄	1963
			Emission publique	\$ 3.300.000	—	4 ¹ / ₂	1964
			Emission publique	\$ 3.400.000	—	5	1965
15 ^e	1961	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	40.142.654	5 ¹ / ₄	1986
16 ^e	1961	Pays-Bas	Emission publique	FL 50.000.000	6.450.000	4 ¹ / ₂	1981

¹ Les bailleurs de fonds d'origine, à savoir la Rheinische Girozentrale und Provinzialbank et la Landesbank für Westfalen Girozentrale, ont fusionné le 1er janvier 1969 pour former la Westdeutsche Landesbank Girozentrale. ² Cet emprunt, qui a été contracté en francs français, a été converti en deutsche marks en 1959. Le montant initial était de 350.000.000 d'anciens francs français.

Le tableau précédent indique les soldes des emprunts garantis, émis entre 1954 et 1961 par la Communauté européenne du charbon et de l'acier, pour lesquels la Banque exerce les fonctions de Tiers convenu, conformément aux dispositions du Contrat de nantissement conclu le 28 novembre 1954 avec la Communauté.

Au cours de l'exercice 1979-80, les sommes reçues par la Banque pour le service des emprunts garantis se sont élevées à l'équivalent d'environ 0,5 million de francs au titre des intérêts et d'environ 6 millions de francs au titre de l'amortissement. A la fin de l'exercice, le montant total qui reste dû s'est trouvé ramené à l'équivalent d'environ 5 millions de francs.

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 Système monétaire européen; d'autre part, les fonctions relatives à l'exécution des transactions financières liées aux opérations d'emprunt communautaire.

1) Dans le premier cas, la mission de la Banque consiste essentiellement:

a) à enregistrer en Ecus, dans les livres du Fonds:

- les dettes et créances, à l'égard du Fonds, des banques centrales de la CEE participant au mécanisme de change du SME, qui résultent des interventions effectuées par ces institutions en monnaies des partenaires et notifiées à l'Agent;
- les règlements immédiats ou périodiques de ces dettes et créances à très court terme.

b) à exécuter les opérations de création, d'utilisation et de rémunération des unités monétaires européennes (Ecus):

- en concluant au nom et pour compte du Fonds des opérations de swap (crédits croisés) avec chacune des banques centrales de la CEE, qui comportent, au comptant, la cession d'Ecus à ces institutions contre cession par celles-ci de 20% de leurs avoirs en or et de 20% de leurs réserves brutes en dollars. Ces opérations de swap sont renouvelées tous les trois mois et font l'objet des ajustements nécessaires, d'une part, afin d'assurer que l'apport de chaque banque centrale au Fonds représente toujours au moins 20% de ses réserves brutes en or et en dollars existant 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 vis-à-vis de l'Ecu;

- en confiant, au nom du Fonds, aux banques centrales cédantes la gestion des avoirs en or et en dollars qu'elles lui apportent;
- en procédant aux transferts d'Ecus entre les comptes «Réserves en Ecus» des banques centrales, nécessités notamment par les règlements des dettes et créances résultant des interventions effectuées dans le cadre du mécanisme de change du SME et par le paiement des intérêts qui sont calculés sur les positions nettes en Ecus des banques centrales.

c) à inscrire dans les livres du Fonds les opérations réalisées dans le cadre du soutien monétaire à court terme.

Durant la première année de fonctionnement du SME, la partie des interventions effectuées par les banques centrales participant au mécanisme de change qui a donné lieu à une comptabilisation en Ecus dans les livres du FECOM a atteint un volume global d'environ 4 milliards d'Ecus.

Au 31 mars 1980, le volume global des Ecus émis par le Fonds s'élevait à près de 33 milliards d'Ecus, soit environ 43 milliards de dollars EU au taux de change en vigueur à cette date. Ce volume a été créé en contrepartie des apports obligatoires des banques centrales de la CEE participant au mécanisme de change du SME ainsi que de l'apport que la Banque d'Angleterre a fait, sur une base facultative, quelques mois après l'entrée en vigueur du système. Ces avoirs en Ecus ont été utilisés, en partie, par plusieurs banques centrales de la CEE en vue essentiellement de régler intégralement ou partiellement les dettes résultant des interventions mentionnées ci-dessus.

Le soutien monétaire à court terme a été utilisé pour la dernière fois par la Banca d'Italia en 1974 et n'a pas été mis en œuvre depuis lors.

2) Dans ses fonctions d'Agent du Fonds au titre de la gestion des opérations d'emprunt et de prêt que la Communauté a conclues en application de règlements adoptés par le Conseil des Communautés européennes en février 1975, la Banque remplit essentiellement 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 1979-80, la Banque, en sa qualité d'Agent du Fonds, a exécuté les paiements d'intérêts et de commissions ainsi que le remboursement d'un emprunt de 500 millions de dollars qui avait été placé en 1976 par la Communauté économique européenne. Par suite de ce remboursement, les emprunts représentaient,

à la date du 31 mars 1980, un ensemble de six opérations s'élevant à \$EU 1,1 milliard et DM 0,5 milliard, dont environ 85% ont été prêtés à l'Italie et le reste à l'Irlande. Tous les emprunts et prêts correspondants sont assortis d'un taux d'intérêt fixe — lequel s'échelonne entre 7¼ et 8¼% selon la durée des crédits, leur libellé et la date de conclusion des opérations — et leur durée initiale moyenne est supérieure à 5 ans.

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

Le Dr Jelle Zijlstra, dont les mandats de Président du Conseil d'administration et de Président de la Banque venaient à expiration le 30 juin 1979, a été reconduit dans ces fonctions, conformément à l'article 38 des Statuts, à la séance du Conseil du 11 juin 1979, pour une période de trois ans qui prendra fin le 30 juin 1982.

En octobre 1979, le Dr Carlo Azeglio Ciampi a été nommé au poste de Gouverneur de la Banque d'Italie, occupé précédemment par le Prof. Paolo Baffi, et est devenu administrateur d'office à la place de ce dernier. Lors de la séance du Conseil du 13 novembre 1979, le Président a exprimé au Prof. Baffi la sincère gratitude de tous les membres du Conseil pour les remarquables services qu'il a rendus à la Banque pendant un mandat de plus de dix-neuf ans, d'abord comme suppléant, puis en qualité d'administrateur nommé, et enfin en tant qu'administrateur d'office.

M. Carl-Henrik Nordlander a quitté son poste de Gouverneur de la Banque de Suède en novembre 1979 et a en même temps cessé de siéger au Conseil d'administration de la BRI. Au cours de la séance du Conseil du 13 novembre 1979, le Président a remercié M. Nordlander pour les services fort précieux qu'il a rendus à la Banque au cours d'un mandat de trois ans.

En novembre 1979, M. Bernard Clappier s'est démis de ses fonctions de Gouverneur de la Banque de France, dans lesquelles lui a succédé M. Renaud de la Genière, qui est ainsi devenu administrateur d'office du Conseil. Au cours de la séance du Conseil du 11 décembre 1979, le Président a annoncé que, conformément à l'article 27(2) des Statuts, M. de la Genière avait nommé M. Clappier membre du Conseil pour une période de trois ans se terminant le 27 novembre 1982. Le Président a également exprimé le plaisir ressenti par les membres du Conseil à l'idée que M. Clappier, qui était administrateur d'office depuis juillet 1974, continuerait à en être l'un des membres.

Au cours de la même séance, M. Lars Wohlin, nouveau Gouverneur de la Banque de Suède, a été élu, conformément aux articles 27(3) et 28 des Statuts, membre du Conseil pour une période expirant le 31 mars 1981.

Le 1er janvier 1980, M. Karl Otto Pöhl a succédé au Dr Otmar Emminger au poste de Président de la Deutsche Bundesbank et est devenu administrateur d'office de la BRI à la place du Dr Emminger. Lors de la séance du Conseil du 11 décembre 1979, le Président a exprimé au Dr Emminger la profonde gratitude de tous les membres du Conseil pour son éminente contribution aux travaux de la Banque ainsi qu'à la coopération entre banques centrales tout au long d'un mandat de plus de dix ans, d'abord en tant que suppléant, puis en qualité d'administrateur d'office.

Le Dr Antonino Occhiuto a abandonné son poste d'administrateur le 11 février 1980. A la séance du Conseil du 8 janvier 1980, le Président lui a rendu hommage pour les services très précieux qu'il a accomplis au service de la Banque pendant une période de quatre ans et demi.

A la séance tenue le 12 février 1980, le Président a annoncé que le Dr Ciampi, Gouverneur de la Banque d'Italie, avait nommé le Prof. Paolo Baffi membre du Conseil pour occuper le siège rendu vacant par le départ du Dr Occhiuto. Cette nomination s'est effectuée conformément aux articles 27 (2) et 28 des Statuts pour la période non expirée du mandat du Dr Occhiuto, qui prendra fin le 7 novembre 1981. Le Président a exprimé la satisfaction ressentie par le Conseil à l'annonce que le Prof. Baffi serait de nouveau en mesure de participer à ses délibérations.

Au cours de la même séance, le Président a informé le Conseil que M. Pöhl, Président de la Deutsche Bundesbank, avait nommé le Dr Leonhard Gleske pour être son suppléant.

Le Dr Fritz Leutwiler, dont le mandat de membre du Conseil venait à expiration le 31 mars 1980, a été réélu, conformément à l'article 27 (3) des Statuts, à la séance du Conseil du 11 mars 1980, pour une nouvelle période de trois ans se terminant le 31 mars 1983.

Le Président a informé le Conseil, au cours de la même séance, que M. Gordon Richardson, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, avait nommé M. A. D. Loehnis pour être son suppléant à la place de M. C. W. McMahon. Le Président a exprimé la gratitude de la Banque envers M. McMahon pour ses éminents services au cours d'une période de plus de sept ans.

Le Président a annoncé, à la séance du Conseil tenue le 11 mars 1980, que la Banque avait décidé de promouvoir M. Jean Vallet au grade de Directeur Adjoint à compter du 1er avril 1980.

* * *

C'est avec un profond regret que la Banque a appris la mort du Dr Milton Gilbert, survenue le 28 septembre 1979. Le Dr Gilbert avait été Conseiller économique de la Banque et Chef de son Département monétaire et économique de novembre 1960 jusqu'à son départ en retraite à la fin de décembre 1975.

CONCLUSION

Deux impressions contrastées se dégagent des principaux chapitres du présent Rapport. La première est que les perspectives pour 1980 sont moins sombres que ne pourrait le laisser croire une analogie simpliste entre le second choc pétrolier et celui de 1973-74. La seconde, cependant, est que — si l'année en cours peut être considérée avec une certaine sérénité — des nuages semblent s'amonceler à l'horizon, qui pourraient bien obscurcir l'avenir à partir de l'année prochaine. Les responsables de la politique économique sont parfaitement conscients de cette ambivalence, et le Rapport ne s'inscrit pas en faux contre ce qui peut maintenant être considéré comme une idée reçue. On peut toutefois tirer des conclusions différentes, en ce qui concerne la politique économique, d'une analyse identique de la situation; aussi l'objet de cette conclusion est-il d'attirer l'attention sur les implications à long terme des choix qui peuvent, avec le temps, s'offrir aux autorités.

Les préoccupations à plus long terme découlent d'une accumulation d'hypothèses ou de prévisions pessimistes. A l'origine se situe la crainte que l'évolution conjoncturelle, accentuée par l'effet des politiques monétaires généralement — et parfois compétitivement — restrictives ne pousse le monde occidental industrialisé vers une récession caractérisée. Il est admis qu'une récession de cette nature transférerait la charge des déficits courants, des pays industrialisés les plus forts vers les pays les plus faibles, et en particulier vers les pays en voie de développement non producteurs de pétrole. Cela serait d'autant plus inquiétant que, malgré la récession, le déséquilibre pétrolier global sera plus durable cette fois-ci qu'il ne l'était il y a six ans. Dans les pays industrialisés occidentaux eux-mêmes, la contraction de l'activité aggraverait le chômage et accroîtrait les déficits déjà élevés du secteur public; dans le même temps, il est à craindre que, malgré l'atténuation des excès inflationnistes, la diminution des taux d'inflation n'arrive vite à son terme. La persistance d'un taux «sous-jacent» élevé d'inflation, combinée avec d'amples déficits du secteur public et un tenace déséquilibre pétrolier global rendrait difficile l'application — et peut-être impossible la poursuite — d'une politique concertée de relance. Le monde industrialisé occidental se retrouverait donc sur la voie de la stagflation, mais avec une inflation encore plus forte, une croissance moindre et des déséquilibres extérieurs plus grands qu'avant le premier choc pétrolier.

Que faire pour éviter qu'un scénario aussi pessimiste ne vienne à se matérialiser? La réponse est qu'à court terme, il ne sera pas possible d'échapper en même temps à tous ces maux. Il faudra choisir et le choix devra s'appuyer sur une analyse des voies et moyens réellement ouverts à l'action économique.

On peut proposer une ligne directrice pour la détermination du bon choix. L'expérience nous enseigne qu'il faudrait, de préférence, fonder l'action économique sur une appréciation de la situation courante tenant compte des tendances à long terme de l'économie mondiale plutôt que de réagir, coup par coup, aux fluctuations à court terme. Deux raisons militent dans ce sens. En premier lieu, les prévisions conjoncturelles à court terme manquent notablement de fiabilité: manque de fiabilité dont les effets déstabilisateurs sont aggravés par les retards dans l'adoption des mesures

correctives et dans l'application de ces dernières. Ces décalages dans le temps revêtent une importance particulière dans le domaine de la coopération internationale, puisqu'ils peuvent entraîner, comme nous l'avons vu dans les années soixante-dix, des cycles synchronisés ou, à l'inverse, d'importants déséquilibres extérieurs et de fortes perturbations sur les marchés des changes. En second lieu, l'approche préconisée présenterait l'avantage supplémentaire de faire apparaître les contraintes à long terme qui limitent, en fait, la liberté de choix qui semblerait s'offrir sur la base des prévisions à court terme.

Que peut-on dire dans cette perspective?

Tout d'abord, l'inflation est à la fois un phénomène incontestable et un problème à long terme. Les taux d'inflation sont élevés et, dans certains cas, ils sont encore en hausse. Certes, comme le soutient ce Rapport, on peut admettre que nos chances de crever l'abcès inflationniste sont bonnes, pourvu que les politiques restrictives soient effectivement poursuivies. Mais, dans une perspective à plus long terme, un certain nombre de constatations doivent être gardées présentes à l'esprit. L'inflation a duré longtemps dans presque tous les pays industrialisés occidentaux, de sorte que, simplement par inertie, elle peut se poursuivre sur sa lancée, bien qu'à des taux moins spectaculaires. En d'autres termes, le taux d'inflation «sous-jacent» restera fort et tenace. Après tout, la récente poussée des prix est partie d'un niveau moyen de 7%, qui est historiquement élevé pour les pays du Groupe des Dix. Autre constatation, les pays qui ont remporté antérieurement des succès notables dans leur lutte contre l'inflation y sont parvenus grâce à l'appréciation de leur monnaie. Tous ces pays enregistrent actuellement des déficits de paiements courants qui rendent moins vraisemblable la possibilité qu'ils puissent utiliser l'appréciation de leur taux de change comme moyen de lutte contre l'inflation. Mais, plus important encore, la reconnaissance généralisée du lourd handicap que constitue la dépréciation monétaire dans un environnement mondial inflationniste rendra plus difficile, pour un grand pays, quel qu'il soit — même avec une balance des paiements excédentaire — de tirer profit de l'effet anti-inflationniste de l'appréciation de son taux de change dans une mesure aussi large qu'ont pu le faire, dans le passé, l'Allemagne et la Suisse. L'inflation étant une maladie commune devra être combattue par des moyens qui ne relèvent pas de l'appréciation compétitive des monnaies.

En deuxième lieu, l'histoire récente nous a enseigné que l'expérience de l'inflation dans les pays industrialisés affaiblit, en fin de compte, le développement de l'investissement et, de ce fait, la croissance. Ce n'est pas seulement parce que l'inflation ne peut être stoppée que par des politiques restrictives qui, bien entendu, réduisent aussi les investissements. C'est aussi parce que l'inflation engendre un climat d'incertitude (les taux d'inflation ne sont jamais stables et il en va de même pour les taux d'intérêt) qui nuit, lui-même, à l'activité d'investissement.

En troisième lieu, il y a des leçons à tirer des précédentes flambées des matières premières en 1973-74 et en 1979. Dans les deux cas, la vive ascension des cours des matières premières industrielles a eu une part importante dans l'accélération de la hausse des prix de gros dans les principaux pays industrialisés. Aucune de ces hausses de prix ne peut être considérée comme un choc essentiellement «externe» provoqué par un effondrement des approvisionnements ou des accords de prix — même si des

éléments extérieurs de cette nature peuvent être discernés dans le cas de certains produits. En revanche, il existe des indices montrant que, dans les deux cas, la hausse des cours des matières premières a été déclenchée par la pression générale de la demande dans les principaux pays industrialisés et, par conséquent, qu'il s'est agi d'une cause interne à l'économie mondiale. On a également constaté un certain stockage de caractère spéculatif, facilité par l'application de politiques monétaires relativement tolérantes.

Deux conclusions se dégagent de ces expériences. L'une est que, compte tenu de l'état présent des capacités de production et de l'organisation des marchés, l'approvisionnement en produits de base limite le taux auquel la production industrielle, dans le monde occidental, peut s'accroître sans déclencher un processus d'inflation. L'autre est qu'une accélération excessive de la production industrielle pourrait résulter de politiques concertées d'expansion économique, non pas de manière délibérée, mais simplement en raison d'erreurs techniques ou d'inexactitudes dans la prévision à court terme. Le problème en 1979 n'a pas été l'accélération excessive de la croissance en République fédérale d'Allemagne et au Japon mais le fait que la demande globale ne s'est pas ralentie aux Etats-Unis conformément aux prévisions. Des épisodes de ce genre jettent un doute sérieux sur l'efficacité et, partant, sur l'opportunité d'un réglage minutieux à l'échelle internationale.

Enfin et surtout, il faut tirer des enseignements de la nouvelle crise pétrolière. Ce qui vient d'être dit au sujet des matières premières en général est encore plus valable pour le marché pétrolier en particulier. Les cours des produits de base tendent à retomber, mais non pas les prix du pétrole: les pointes de 1973-74 et de 1979 ont été suivies, au moins temporairement, par la baisse des cours de la plupart de ces produits, tandis que le prix réel du pétrole a fléchi relativement peu dans la seconde moitié des années soixante-dix et ne semble plus reculer du tout maintenant. Pour cette simple raison, l'impact inflationniste du choc pétrolier apparaît beaucoup moins transitoire. En même temps, le renchérissement du pétrole tend à exercer sur les balances des paiements une influence plus générale, plus forte et plus durable qu'une hausse, même de grande envergure, des cours des autres produits de base. Elle est plus générale, parce que tous les pays consomment du pétrole; plus forte, en raison du clivage entre un petit groupe de pays exportateurs et un large groupe de pays importateurs de pétrole, alors que les pays exportateurs d'autres matières premières sont sensiblement plus nombreux, comprenant surtout les pays en voie de développement non producteurs de pétrole, mais aussi quelques pays industrialisés. Elle est enfin plus durable à cause du poids considérable d'une poignée de producteurs de pétrole à faible capacité d'absorption.

Peut-on attribuer une part de la responsabilité du relèvement du prix du pétrole à l'excès de la demande mondiale, comme c'est le cas pour les cours des produits de base? Deux arguments peuvent être avancés à l'encontre d'une telle affirmation. D'abord, les perturbations provoquées par la révolution iranienne dans l'approvisionnement en pétrole ont joué un rôle direct; ensuite, l'OPEP détient un pouvoir monopolistique en matière de fixation des prix. On peut néanmoins admettre que la défaillance des livraisons iraniennes aurait pu être absorbée plus rapidement par les marchés mondiaux s'il avait existé une marge de sécurité suffisante non seulement en

termes de stocks, mais également dans la relation entre la capacité de production et la demande finale. Une telle marge aurait également limité le pouvoir de relèvement des prix de l'OPEP, qui n'est pas un monopole, mais au mieux, un oligopole; or, il est indéniable qu'au niveau de l'organisation, la cohésion d'un groupe oligopolistique de producteurs se trouve singulièrement renforcée par l'existence d'un marché dominé par les vendeurs.

Cet ensemble de considérations conduit à plusieurs recommandations générales en matière de politique économique.

La première concerne la durée d'application et la nature des politiques anti-inflationnistes. Les autorités des pays industrialisés occidentaux se sont engagées, individuellement et collectivement, à accorder la priorité absolue à la lutte contre l'inflation. Malheureusement, cela n'est pas suffisant. Il faut aussi qu'elles affirment clairement leur volonté d'utiliser tout l'arsenal des moyens anti-inflationnistes dont elles disposent, aussi longtemps que les taux d'inflation n'auront pas été ramenés sensiblement au-dessous du niveau qui était considéré comme «sous-jacent» dans les divers pays, avant l'explosion des prix du pétrole. Aussi longtemps qu'un tel engagement ne sera pas explicite, l'objectif de la politique économique ne sera pas crédible et, par conséquent, les politiques monétaires restrictives en vigueur ne parviendront pas à maîtriser durablement l'inflation.

A plus longue échéance, aucune alternative à la méthode d'action recommandée n'existe car plus l'inflation persistera, plus le traitement sera douloureux. La stimulation de la demande peut se révéler efficace à court terme, mais à long terme il n'y a pas de compromis possible entre la croissance et l'inflation. Ce que montre l'expérience des années soixante-dix, c'est que les efforts entrepris pour sortir du piège de la stagflation par une politique de relance se sont traduits, en fin de compte, par une aggravation tant de l'inflation que du chômage. Il ne faut d'ailleurs pas dire non plus, à ce stade, que l'application de politiques radicales de cette nature entraînera nécessairement des pertes intolérables de production et d'emploi. Ce Rapport rappelle que les relèvements nominaux et réels des salaires ont été, à de rares exceptions près, sensiblement moindres en 1979 que pendant la première moitié des années soixante-dix. Ils préparent ainsi le terrain pour des succès rapides dans la lutte contre l'inflation. L'appel à «tout l'arsenal des instruments anti-inflationnistes disponibles» exige quelques précisions. Cela signifie que, à des degrés variables selon les circonstances, la politique monétaire doit être complétée non seulement par la politique budgétaire, mais également par une certaine politique des revenus, tenant compte des institutions et de la situation particulière de chaque pays. Certes, le processus inflationniste est un phénomène monétaire, en ce sens que la hausse des prix ne peut se poursuivre qu'autant qu'elle est soutenue par la création monétaire. Il s'ensuit qu'elle ne peut pas non plus être enrayée tant que la politique monétaire continue à la servir. Il n'en demeure pas moins que, dans les pays qui ont pris l'habitude de vivre avec l'inflation, le recours exclusif à la politique monétaire peut aller jusqu'à provoquer un recul très sévère et prolongé de la production réelle avant d'avoir exercé un effet durable sur le rythme de hausse des prix. La politique des revenus peut se révéler utile dans de tels cas, comme moyen pour rechercher un consensus permettant de minimiser l'incidence déflationniste de la politique monétaire sur la production et l'emploi.

Une seconde recommandation concerne l'ajustement à la situation créée par le second choc pétrolier. Les prévisions qui – en 1973–74 – anticipaient un fort et durable excédent de paiements de l'OPEP, étaient loin du compte, notamment parce qu'elles sous-estimaient la possibilité et le désir de la part des exportateurs de pétrole d'importer des biens et des services. Il est impossible de prévoir jusqu'à quel point le processus d'absorption du nouveau choc pétrolier, ainsi que l'évolution des termes de l'échange (dont l'amélioration initiale au profit de l'OPEP a légèrement fléchi) se conformeront au schéma antérieur. L'économie mondiale courrait inmanquablement de très graves dangers si aucun de ces deux mécanismes correcteurs ne venait à agir; le danger serait encore plus grand si le prix réel du pétrole continuait à enregistrer de nouvelles hausses. Cette incertitude montre le besoin aigu d'autres méthodes d'ajustement. A n'en pas douter, la seule qui soit rationnelle est d'épargner le pétrole, soit en économisant l'énergie, soit en substituant d'autres formes au pétrole. Des progrès ont déjà été accomplis dans cette voie, mais il est vital pour l'économie mondiale de les accélérer, en recourant à toutes les incitations possibles, y compris le relèvement des prix de vente au consommateur, en vue d'encourager les deux formes d'économie de pétrole.

Même dans l'hypothèse la plus optimiste, cependant, la réalisation d'économies substantielles de pétrole demeure une entreprise de longue haleine; aussi la question se pose-t-elle de savoir ce que l'on peut faire en attendant. La suggestion a été formulée d'offrir aux exportateurs de pétrole des actifs financiers qui pourraient les inciter à maintenir, voire à accroître, le rythme de la production. Cette idée mériterait d'être explorée, bien que la mise au point de formes particulières de placement en faveur d'une catégorie spécifique d'investisseurs semble devoir soulever des questions de principe aussi bien que des difficultés techniques. L'issue la plus probable est que, pendant cette période de transition, le monde industrialisé occidental devra s'accommoder d'un taux de croissance suffisamment modéré pour assurer un équilibre raisonnable entre l'offre et la demande de pétrole. La conclusion décevante est qu'un monde en proie aux incertitudes politiques et susceptible, par conséquent, d'être confronté à de nouvelles crises d'approvisionnement a un besoin impérieux d'une marge de sécurité.

En bref, la situation sur les marchés du pétrole et des produits de base comme le besoin d'un engagement sans équivoque à réduire l'inflation – et même au-dessous de son niveau du début de 1979 – laissent présager une période prolongée de croissance lente et pénible pour le monde industrialisé occidental. Ce scénario risque de poser, à n'en pas douter, de délicats problèmes dans d'autres domaines.

En tête de liste figure le problème d'un chômage élevé, voire croissant. Etant donné que, dans beaucoup de pays industrialisés, le niveau du chômage est déjà excessif, on peut légitimement se demander si les avantages d'une attaque de front contre l'inflation et d'un maintien de l'excédent pétrolier dans des proportions supportables l'emportent sur les coûts sociaux et humains qu'il faudra peut-être payer. A court terme, la réponse est probablement négative mais, dans une perspective plus longue, il n'y a, tout simplement, pas le choix. Comme on l'a dit précédemment, l'acceptation d'un taux d'inflation plus élevé n'assurera pas, à la longue, une croissance plus forte. Mais l'acceptation d'un taux de croissance plus faible rendra plus aisée la lutte contre l'inflation et facilitera en fin de compte la relance de l'expansion. Dans l'intervalle, il appartiendra à chaque pays industrialisé de trouver lui-même les voies et moyens

compatibles avec sa tradition et ses structures sociales pour résoudre les problèmes posés par le chômage.

La seconde question cruciale pour les pays industrialisés occidentaux concerne l'investissement. Des investissements tendant à accroître les capacités de production ne seront évidemment ni stimulés ni même justifiés par un taux de croissance plus faible. Un niveau élevé de formation brute de capital fixe s'imposerait cependant dans tous les domaines concernés par les économies et le développement de nouvelles sources d'énergie. Des investissements seraient également requis pour faciliter le processus de restructuration industrielle et préparer ainsi la voie à la nouvelle phase d'expansion. Là encore, des solutions devront être trouvées pour que le ralentissement de la croissance n'exerce pas un effet dissuasif sur cette catégorie d'investissements. Un espoir réside dans le fait que les progrès technologiques ont continué à se développer à un taux élevé, de sorte que le retour à un climat moins inflationniste, et par conséquent moins incertain, favoriserait le développement des investissements. Un autre espoir se trouve peut-être dans le renchérissement apparemment permanent de l'énergie par rapport au coût du capital et de la main-d'œuvre. Les modifications dans les rapports de prix devraient elles-mêmes stimuler les économies d'énergie et éventuellement encourager les investissements générateurs d'emplois.

A l'échelle internationale, le principal problème semble être d'assurer le financement des déficits courants accusés par les petits pays industrialisés les moins riches, ainsi que par les pays en voie de développement non producteurs de pétrole. Pour des raisons évidentes, ces pays ne peuvent pas s'engager tous ensemble, comme les grands pays industrialisés à revenus élevés, dans la voie d'un ralentissement substantiel de la croissance. Ils auront donc à supporter une part accrue du déficit pétrolier global, déficit qui, dans ce scénario aussi, peut se révéler fort important et durable, même si l'on peut espérer qu'il soit plus faible qu'en 1980.

Il serait dans l'intérêt de ces pays, comme des grands pays industriels, d'examiner à nouveau la possibilité d'accroître les flux de capitaux en vue de développer l'offre de matières premières et de produits énergétiques dans ces deux groupes de pays.

Il n'est pas douteux que le système bancaire international aura un rôle important à jouer dans le financement des déficits extérieurs. Pour les raisons exposées dans le corps même du Rapport, la participation régulière et ordonnée des banques au recyclage des nouveaux excédents de l'OPEP peut néanmoins se révéler plus délicate qu'au lendemain du premier choc pétrolier.

Pour que les banques puissent participer effectivement au recyclage, il est indispensable que des changements se produisent dans les situations individuelles des pays concernés, à savoir que les pays déficitaires reviennent à l'équilibre, au moins temporairement.

En effet, si l'ajustement global est hors de question, cela n'exclut pas, a priori, la possibilité de réaliser des «ajustements individuels alternés». Ces changements de position apporteraient la preuve de la capacité de redressement de pays débiteurs déterminés: ils constitueraient la meilleure garantie de la sécurité des crédits accordés par les banques. Les besoins de financement persistants de certains débiteurs pris individuellement risquent, en effet, d'entamer la confiance plus encore que le montant global

élevé des besoins de financement d'un groupe de pays. Telle est, à n'en pas douter, l'expérience acquise par les banques sur le plan national.

Un autre préalable, plus important encore, est que l'aide publique prenne en charge une part plus large du financement des balances des paiements. Le Fonds monétaire international, qui s'est vu «évincé», ces dernières années, par un marché des prêts bancaires internationaux dominé par les emprunteurs, peut de toute évidence être appelé à jouer un rôle sensiblement accru. Cependant, si la situation de trésorerie actuelle du FMI est assez satisfaisante, on peut douter qu'elle le reste encore dans les années à venir, alors que le déficit des pays en voie de développement revêtira probablement des proportions considérables. Peut-être le moment est-il venu d'explorer les possibilités qui se présentent au FMI de renforcer substantiellement ses ressources, soit par la voie d'emprunts directs auprès des pays excédentaires soit en recourant aux marchés. De bonnes raisons permettent d'espérer que ces deux possibilités sont ouvertes.

On peut donc dire, en conclusion, que d'une façon générale les problèmes les plus délicats qui se posent actuellement à l'économie mondiale sont engendrés par le déséquilibre des marchés mondiaux de l'énergie et des produits de base, ainsi que par la persistance des pressions inflationnistes dans les pays occidentaux. Leur solution passe nécessairement par des ajustements tant dans le secteur réel que dans le secteur financier des économies industrialisées. Dans la mesure où une action efficace permettra de venir à bout de ces problèmes, les difficultés qui risquent de surgir sur la scène monétaire et financière internationale seront moins difficiles à maîtriser.

RENÉ LARRE
Directeur Général

BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES

AU 31 MARS 1980

ACTIF

BILAN AU

(Avant et après répartition)

	<u>Francs or</u>
Or	5.313.151.938
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	15.504.444
Bons du Trésor	156.032.236
Dépôts à terme et avances	
A 3 mois au maximum	11.017.468.563
A plus de 3 mois	<u>3.469.478.416</u>
	14.486.946.979
Titres à terme	
A 3 mois au maximum	3.634.229.829
A plus de 3 mois	<u>633.722.987</u>
	4.267.952.816
Divers	169.827.753
Terrain, immeubles et installations	1
	<u>24.409.416.167</u>

Note 1: Le franc or équivaut à 0,29032258... 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 1,94149...) et tous les autres éléments en monnaies sur la base des cours du marché par rapport au dollar EU.

Note 2: Au 31 mars 1980, l'or à livrer contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 164.204.075 francs or.

31 MARS 1980

du bénéfice net de l'exercice)

PASSIF

		<u>Avant répartition</u>	<u>Après répartition</u>
		<u>Francs or</u>	<u>Francs or</u>
Capital			
Autorisé: 600.000 actions de 2.500 francs or chacune ...	<u>1.500.000.000</u>		
Emis: 473.125 actions	<u>1.182.812.500</u>		
libérées de 25%		295.703.125	295.703.125
Réserves			
Fonds de réserve légale	30.070.313		30.070.313
Fonds de réserve générale	383.952.793		397.152.793
Fonds spécial de réserve de dividendes	16.530.055		17.530.055
Fonds de réserve libre	<u>127.930.236</u>		<u>146.730.236</u>
		558.483.397	591.483.397
Dépôts (or)			
Banques centrales			
A vue	4.399.619.874		
A 3 mois au maximum	46.589.012		
A plus de 3 mois	8.611.110		
Autres déposants			
A vue	<u>33.082.685</u>		
		4.486.882.681	4.486.882.681
Dépôts (monnaies)			
Banques centrales			
A vue	353.147.840		
A 3 mois au maximum	15.865.746.736		
A plus de 3 mois	2.013.061.158		
Autres déposants			
A vue	13.144.928		
A 3 mois au maximum	325.889.418		
A plus de 3 mois	<u>381.208.518</u>		
		18.752.198.598	18.752.198.598
Divers		265.170.988	265.170.988
Compte de profits et pertes		50.977.378	-
Dividendes payables le 1er juillet 1980		-	17.977.378
		<u>24.409.416.167</u>	<u>24.409.416.167</u>

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

A notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes y relatives, donnent, sur la base décrite dans la note 1, une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1980 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 28 avril 1980

PRICE WATERHOUSE & CO.

COMPTE DE PROFITS ET PERTES

pour l'exercice social clos le 31 mars 1980

	<u>Francs or</u>
Revenu net provenant des intérêts et autres ressources	69.358.154
Moins: Frais d'administration:	
Conseil d'administration	170.421
Direction et personnel	11.683.415
Frais de bureau et divers	<u>5.168.581</u>
	<u>17.022.417</u>
Excédent net d'exploitation	52.335.737
A ajouter: Produit net de la vente des anciens immeubles	<u>2.630.695</u>
Excédent total	54.966.432
Moins: Montant transféré à la Provision pour frais	
d'administration exceptionnels	<u>3.989.054</u>
Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1980	50.977.378
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:	
Dividendes payables sur 473.125 actions:	
110 francs suisses par action au titre	
du dividende annuel	14.648.234
25 francs suisses par action au titre	
du dividende spécial du Cinquantenaire	<u>3.329.144</u>
	<u>17.977.378</u>
	33.000.000
Transfert au Fonds de réserve générale	<u>13.200.000</u>
	19.800.000
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes	<u>1.000.000</u>
	18.800.000
Transfert au Fonds de réserve libre	<u>18.800.000</u>
	—
	<u><u> </u></u>

ÉVOLUTION DU CAPITAL LIBÉRÉ ET DES RÉSERVES DE LA BANQUE

au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1980

en francs or

I. Réduction du Capital libéré résultant de l'annulation des 8.000 actions de l'émission de Dantzig conformément à la décision de l'Assemblée générale extraordinaire tenue le 11 juin 1979.

Solde au 1er avril 1979: 481.125 actions, de 2.500 francs or chacune, libérées de 25%	300.703.125
Moins: 8.000 actions, annulées conformément à la décision de l'Assemblée générale extraordinaire tenue le 11 juin 1979	<u>5.000.000</u>
Solde au 31 mars 1980 (473.125 actions)	<u><u>295.703.125</u></u>

II. Ajustements apportés aux Fonds de réserve par suite de l'adoption d'un cours de \$EU 208 l'once d'or fin contre \$EU 42,22... précédemment pour la conversion des monnaies en francs or, et affectations à ces Fonds pour l'exercice social 1979-80.

	Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre
Soldes au 1er avril 1979, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1978-79	30.070.313	576.247.193	83.175.781	643.718.200
Moins: Perte comptable résultant de l'adoption en juin 1979 de la nouvelle base de conversion des monnaies en francs or... ..	—	<u>192.294.400</u>	<u>66.645.726</u>	<u>515.787.964</u>
Soldes au 30 juin 1979... ..	30.070.313	383.952.793	16.530.055	127.930.236
A ajouter: Affectations au titre de l'exercice 1979-80	—	<u>13.200.000</u>	<u>1.000.000</u>	<u>18.800.000</u>
Soldes au 31 mars 1980 tels qu'ils apparaissent au bilan	<u><u>30.070.313</u></u>	<u><u>397.152.793</u></u>	<u><u>17.530.055</u></u>	<u><u>146.730.236</u></u>

III. Capital libéré et Fonds de réserve au 31 mars 1980 (après répartition) représentés par des

	Capital libéré	Réserves	Total
Avoirs nets en			
Or	295.703.125	366.362.057	662.065.182
Monnaies	—	<u>225.121.340</u>	<u>225.121.340</u>
	<u><u>295.703.125</u></u>	<u><u>591.483.397</u></u>	<u><u>887.186.522</u></u>

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES

PRO FORMA

ÉTABLIS AU 31 MARS 1980

AUX FINS DE COMPARAISON

**(ANCIENNE BASE DE CONVERSION - APPLIQUÉE JUSQU'À LA FIN DE
L'EXERCICE 1978-79)**

BÂLE

BILAN PRO FORMA

ACTIF

(établi sur l'ancienne base de conversion - avant répartition de

	<u>Francs or</u>
Or	5.313.151.938
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	76.411.634
Bons du Trésor	769.445.112
Dépôts à terme et avances	
A 3 mois au maximum	54.308.352.275
A plus de 3 mois	<u>17.103.213.650</u>
	71.411.565.925
Titres à terme	
A 3 mois au maximum	17.922.279.096
A plus de 3 mois	<u>3.125.004.033</u>
	21.047.283.129
Divers	1.482.656.306
Terrain, immeubles et installations	1
	<u>100.100.514.045</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 42,22... l'once d'or fin (équivalent à 1 franc or = \$ EU 0,3941...) et tous les autres éléments en monnaies sur la base des cours du marché par rapport au dollar EU.

AU 31 MARS 1980

(l'excédent total de l'exercice - uniquement aux fins de comparaison statistique)

PASSIF

		<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
Réserves		
Fonds de réserve légale	30.070.313	
Fonds de réserve générale	576.247.193	
Fonds spécial de réserve de dividendes	83.175.781	
Fonds de réserve libre	643.718.200	
		1.393.211.487
Dépôts (or)		
Banques centrales		
A vue	4.398.619.874	
A 3 mois au maximum	46.569.012	
A plus de 3 mois	8.611.110	
Autres déposants		
A vue	33.082.685	
		4.496.882.681
Dépôts (monnaies)		
Banque centrales		
A vue	1.741.480.390	
A 3 mois au maximum	77.232.986.713	
A plus de 3 mois	9.925.781.346	
Autres déposants		
A vue	64.777.528	
A 3 mois au maximum	1.605.936.618	
A plus de 3 mois	1.879.843.393	
		92.450.805.989
Divers		1.263.278.198
Compte de profits et pertes (excédent total)		270.632.566
		<u>100.100.514.045</u>

Note 2: Au 31 mars 1980, l'or à livrer contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 164.204.075 francs or.

**COMPTE DE PROFITS ET PERTES
PRO FORMA**
pour l'exercice social clos le 31 mars 1980
(ancienne base de conversion)

	<u>Francs or</u>
Revenu net provenant des intérêts et autres ressources	341.529.129
Moins: Frais d'administration:	
Conseil d'administration	839.543
Direction et personnel	57.554.722
Frais de bureau et divers	<u>25.461.751</u>
	<u>83.856.016</u>
Excédent net d'exploitation	257.673.113
 A ajouter: Produit net de la vente des anciens immeubles	 <u>12.959.453</u>
 Excédent total	 <u><u>270.632.566</u></u>

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Dr J. Zijlstra, Amsterdam Président du Conseil d'administration,
Président de la Banque

The Rt. Hon.
Lord O'Brien of Lothbury, Vice-Président
Londres

Baron Ansiaux, Bruxelles
Prof. Paolo Baffi, Rome
Dr Carlo Azeglio Ciampi, Rome
Bernard Clappier, Paris
Renaud de la Genière, Paris
Dr Fritz Leutwiler, Zurich
Karl Otto Pöhl, Francfort-sur-le-Main
The Rt. Hon. Gordon Richardson, Londres
Dr Johann Schöllhorn, Kiel
Cecil de Strycker, Bruxelles
Lars Wohlin, Stockholm

Suppléants

Dr Leonhard Gleske, Francfort-sur-le-Main
Georges Janson, Bruxelles
A.D. Lochnis, Londres, ou
M. J. Balfour, Londres
Dr Mario Sarcinelli, Rome, ou
Dr Giovanni Magnifico, Rome
Marcel Théron, Paris, ou
Gabriel Lefort, Paris

DIRECTION

René Larre	Directeur Général
Dr Günther Schleiminger	Directeur Général Adjoint
R.T.P. Hall	Chef du Département Bancaire
Prof. Alexandre Lamfalussy	Conseiller économique, Chef du Département Monétaire et Economique
Dr Giampietro Morelli	Secrétaire Général, Chef de Département
Maurice Toussaint	Directeur
Prof. Dr F. E. Klein	Conseiller juridique

Robert Chaptinel	Directeur Suppléant
Dr Warren D. McClam	Directeur Suppléant
M. G. Dealtry	Directeur Suppléant
R. G. Stevenson	Directeur Adjoint
Rémi Gros	Directeur Adjoint
André Bascoul	Directeur Adjoint
Paul A. Hauser	Directeur Adjoint
Joachim Mix	Directeur Adjoint
Dr H.W. Mayer	Directeur Adjoint
Jean Vallet	Directeur Adjoint