

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

CINQUANTE ET UNIÈME RAPPORT ANNUEL

1ER AVRIL 1980 – 31 MARS 1981

BÂLE

15 juin 1981

TABLE DES MATIÈRES

	Page
Introduction	1
I. Les répercussions du second choc pétrolier	3
Les grandes lignes du Rapport (p. 5).	
II. Inflation et ajustement interne	9
Evolution récente des prix (p. 9); cours mondiaux des matières premières et du pétrole (p. 12); taux de change et impulsions inflationnistes d'origine externe (p. 14); inflation «importée» et inflation «interne» (p. 16); le processus inflationniste interne (p. 18); les politiques monétaires et budgétaires sont-elles suffisantes? (p. 22); inflation et croissance: le rôle du secteur public (p. 25).	
III. Production, emploi et contrainte énergétique	29
Production (p. 29); évolution de la situation sur le marché du travail (p. 33); politique budgétaire (p. 37); le second choc pétrolier: réactions et ajustements (p. 43); le secteur privé (p. 44); variations relatives de la demande interne au lendemain des deux chocs pétroliers (p. 48); le secteur de l'énergie (p. 50); perspectives d'amélioration (p. 53).	
IV. Politique monétaire et marchés des capitaux	54
Taux d'intérêt (p. 54); indicateurs de l'orientation de la politique monétaire (p. 58); taux d'expansion monétaire (p. 58), expansion du crédit interne (p. 59), la masse monétaire réelle (p. 60), taux d'intérêt réels (p. 62), pénuries et rationnement du crédit (p. 63), les cours de change (p. 64), indications fournies par l'économie (p. 65); situation financière du secteur privé et marchés du crédit (p. 65); le secteur des entreprises (p. 66), le secteur des ménages (p. 68), crédit bancaire au secteur privé (p. 69); financement du secteur public (p. 70); problèmes de politique monétaire (p. 73): objectifs fixés aux variables intermédiaires et résultats obtenus (p. 73), nouvelles techniques de politique monétaire (p. 76), existe-t-il un meilleur dosage des instruments de politique économique? (p. 80).	
V. Echanges et paiements internationaux	82
Commerce mondial (p. 82); évolution des balances des paiements dans le monde (p. 84); balances des paiements des pays développés (p. 87): Etats-Unis (p. 87), Royaume-Uni (p. 90), Japon (p. 92), Allemagne (p. 94), Italie (p. 97), France (p. 99), Pays-Bas (p. 100), Union économique belgo-luxembourgeoise (p. 101), Suède (p. 101), Suisse (p. 102), Canada (p. 103), pays développés extérieurs à l'ensemble Groupe des Dix et Suisse (p. 104); évolution des balances des paiements dans les pays en voie de développement non producteurs de pétrole (p. 104); balances des paiements des pays de l'OPEP et placement de l'excédent de ce groupe (p. 105).	

VI. Marchés internationaux du crédit et des capitaux 108

Aperçu général (p. 108); principaux facteurs d'influence (p. 110); ensemble des flux bancaires internationaux: origines et emplois (p. 113); rôle du secteur bancaire international dans le processus de recyclage: analyse rétrospective et perspectives d'évolution (p. 117); évolution sur les marchés européens (p. 122); évolution sur les autres marchés (p. 129); les marchés des obligations internationales (p. 131).

VII. La scène monétaire internationale 135

Evolution des taux de change (p. 135); modifications des positions concurrentielles internationales (p. 143); production d'or et marché de l'or (p. 151); réserves et liquidité internationale (p. 155).

VIII. Activités de la Banque 162

Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales (p. 162); opérations du département bancaire (p. 164): passif (composition des ressources) (p. 166), actif (utilisation des ressources) (p. 169), opérations à terme sur or (p. 171); bénéfice net et répartition (p. 171); la Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté européenne du charbon et de l'acier, et comme Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux (p. 172); la Banque comme Agent du Fonds européen de coopération monétaire (p. 173); modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction (p. 175).

Conclusion 177

* *
*

Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1981.

LISTE DES TABLEAUX ET GRAPHIQUES

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque)

	Page
Inflation et ajustement interne	
Variations des prix à la consommation	10
Cours mondiaux des matières premières: pétrole et produits de base non pétroliers* . .	13
Prix à l'importation*	15
Contributions de l'inflation «importée» et de l'inflation «interne» à l'inflation globale	17
Coûts unitaires de main-d'œuvre*	19
Rémunérations horaires et productivité dans l'industrie de transformation	20
Administrations publiques: dépenses et recettes	26
 Production, emploi et contrainte énergétique	
Grands pays industrialisés: variations du produit national brut en volume et de ses composantes	30
Production industrielle pendant les deux périodes de chocs extérieurs des prix* . . .	31
Autres pays industrialisés: variations du produit national brut en volume et de ses composantes	32
Taux de chômage pendant les deux périodes de chocs extérieurs des prix*	34
Emploi, chômage et population active, 1970-80	36
Evolution tendancielle de la productivité globale	37
Besoins d'emprunt nets des administrations publiques	38
Part des salaires dans le revenu total des facteurs de production nationaux	44
Rapport entre l'épargne des ménages et le revenu disponible	45
Epargne financière du secteur privé: réactions aux deux chocs pétroliers	46
Consommation et investissement en 1974-75 et en 1979-80	47
Variations des pressions relatives de la demande interne et soldes extérieurs réels* . .	49
Dépendance des pays de l'OCDE à l'égard du pétrole	51
 Politique monétaire et marchés des capitaux	
Taux d'intérêt à court et à long terme*	55
Niveaux records des taux d'intérêt	57
Taux d'expansion monétaire	58
Crédit bancaire et position extérieure nette du système bancaire	59
Masse monétaire réelle et produit national brut en volume*	61
Taux d'intérêt réels à court terme*	62
Ressources internes et ratios tirés du bilan des sociétés non financières	66
Etats-Unis: fonds collectés sur les marchés du crédit par les secteurs nationaux non financiers	67
Etats-Unis: variations dans la répartition des prêts bancaires	69
Crédit bancaire aux entreprises et aux particuliers	70
Financement des administrations publiques	71
Dettes publiques, production et prix	72
Agrégats monétaires et de crédit: objectifs et taux d'expansion	75

Echanges et paiements internationaux

Commerce mondial, 1979-80	83
Soldes des paiements courants dans le monde, 1978-80	85
Etats-Unis: flux de capitaux extérieurs, 1979-80	90
Allemagne: mouvements de capitaux privés avec l'étranger, 1979-80	96
Pays développés: balances des paiements, 1979-80	98
Répartition de l'excédent des pays de l'OPEP disponible à des fins d'investissement, 1974-75 et 1979-80 (estimations)	106

Marchés internationaux du crédit et des capitaux

Prêts sur les marchés internationaux (estimations): variations des créances des banques sur l'étranger en monnaie nationale et en monnaies étrangères et émissions d'obligations internationales	109
Taux interbancaires des dépôts en euro-monnaies à trois mois et écarts par rapport aux taux des marchés nationaux*	111
Répartition géographique des positions extérieures des banques de la zone déclarante et de certaines succursales offshore des banques américaines	114
Flux de fonds entre les banques fournissant des renseignements à la BRI et les groupes de pays extérieurs à la zone déclarante, 1974-80 (estimations)	118
Ventilation par monnaie de l'euro-marché: avoirs extérieurs en monnaies étrangères des banques européennes déclarantes*	123
Ventilation par monnaie des positions extérieures en monnaies étrangères des banques européennes déclarantes	124
Avoirs et engagements extérieurs des banques situées dans les divers pays déclarants et de certaines succursales offshore des banques américaines	125-126
Origines et emplois des fonds en euro-monnaies (estimations)	129
Emissions d'obligations internationales	131
Taux des dépôts en euro-monnaies, taux débiteur de base aux Etats-Unis et rendements des obligations en dollars EU et en deutsche marks sur les marchés internationaux*	132

La scène monétaire internationale

Taux de change bilatéraux: indice des cours au comptant d'un certain nombre de monnaies par rapport au dollar EU, 1980-81*	136
Taux de change effectifs, 1977-81*	138
Taux de change au comptant dans le mécanisme de change du SME, 1980-81*	141
Ensemble Groupe des Dix et Suisse: taux de change effectifs, prix et coûts relatifs, 1977-81*	144-145
Allemagne et Royaume-Uni: variations des cours de change au comptant par rapport au dollar et des écarts entre les taux d'intérêt à trois mois des placements en monnaie nationale et en dollars EU*	149

	Page
Taux de change réels en termes de coûts salariaux relatifs par unité produite dans certains pays industrialisés, 1973-80*	150
Production d'or dans le monde (estimations)	152
Origine et utilisation de l'or (estimations)	153
Cours de la barre d'or sur le marché, en dollars EU et en francs suisses, 1979-81*	154
Variations des réserves globales, 1978-80	156
Dépôts identifiés constitués par les autorités monétaires auprès des banques commerciales hors des Etats-Unis	160

Activités de la Banque

Evolution du total du bilan au cours des cinq derniers exercices	165
Evolution de la composition des ressources au cours des cinq derniers exercices	166
Fonds empruntés d'après leur origine	167
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée restant à courir	168
Répartition d'après leur nature des avoirs à vue et des autres placements	169
Dépôts à terme et avances, titres à terme, d'après leur durée restant à courir	170
Emprunts garantis de la Communauté européenne du charbon et de l'acier	173

CINQUANTE ET UNIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à
l'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE ORDINAIRE
de la
BANQUE DES RÉGLEMENTS INTERNATIONAUX
tenue à

Bâle, le 15 juin 1981

Mesdames, Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le cinquante et unième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1980 et clos le 31 mars 1981.

Après transfert de 1.057.331 francs or à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels», le bénéfice net de l'exercice s'élève à 67.004.609 francs or, contre 50.977.378 francs or au titre du précédent exercice, chiffre qui comprenait le produit net de la vente des anciens immeubles de la Banque, soit 2.630.695 francs or.

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

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

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1980-81 sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1981.

I. LES RÉPERCUSSIONS DU SECOND CHOC PÉTROLIER

Depuis plus de deux ans, l'économie mondiale s'évertue à combattre les nouvelles perturbations engendrées par le second choc pétrolier: accélération de l'inflation et stagnation de la production sur le plan interne, déséquilibres élevés des balances des paiements au niveau international. Au fil des mois, les contrastes par rapport à la situation qui a suivi le premier relèvement des prix pétroliers tendent à s'accroître, et les similitudes à s'atténuer. L'application désormais plus ferme des remèdes prescrits pour résoudre les anciens problèmes en suscite de nouveaux. Les résultats obtenus jusqu'à présent sont mitigés, et il serait exagéré d'affirmer que l'évolution observée l'année dernière est allée en fin de compte dans la bonne direction. Mais il serait également erroné de ne pas reconnaître que dans deux domaines-clés au moins — l'inflation et les économies de pétrole — un certain nombre de pays développés du monde industrialisé ont réagi plus positivement au second choc pétrolier qu'ils ne l'avaient fait au premier. A cet égard, l'histoire ne se répète pas. En revanche, comme en 1974-75, le financement des déséquilibres des paiements s'est révélé moins difficile qu'on ne l'avait redouté, bien que la structure des balances des paiements, qui a facilité jusqu'à présent le processus de recyclage, ait également créé des difficultés dans d'autres domaines, notamment en provoquant d'amples mouvements des taux de change et en engendrant, dans certains pays, des taux d'intérêt réels trop élevés.

Trois faits semblent être à l'origine de cette évolution. Tous trois présentent un contraste par rapport à la situation qui prévalait il y a six ans et méritent donc d'être mentionnés au début même de ce Rapport.

En premier lieu, on constate un changement d'attitude significatif des autorités à l'égard de l'inflation. Certes, la lutte contre la hausse des prix figure depuis longtemps déjà parmi les objectifs des pouvoirs publics, bien que, dans de nombreux cas, les déclarations d'intention n'aient pas été suivies de mesures concrètes. En outre, après le premier choc pétrolier, divers pays ont délibérément opté pour des politiques de stimulation de la demande, convaincus qu'ils étaient de la *possibilité* d'un arbitrage entre l'inflation et le chômage. Il est maintenant généralement reconnu que, sauf sur une période relativement courte, on ne peut pas réduire le taux de chômage au prix d'une plus forte inflation. Au contraire, à plus long terme, une croissance durable de la production, et donc de l'emploi, ne peut être assurée que si le processus inflationniste est maîtrisé. La lutte contre la hausse des prix a donc eu tendance à devenir l'objectif prioritaire et déclaré des autorités; et de nombreux pays ont effectivement adopté des politiques anti-inflationnistes en faisant supporter à la politique monétaire l'essentiel du fardeau de cette lutte.

Ce changement d'orientation de la politique des autorités, le recours intensif à la politique monétaire et l'expérimentation de nouvelles techniques opérationnelles, corollaire de l'utilisation plus rigoureuse de la politique monétaire, ont créé autant de problèmes spécifiques (qui sont examinés plus en détail dans la Conclusion), tout en permettant, dans un premier temps, d'obtenir un certain nombre de résultats positifs, modestes il est vrai. L'incidence sur les prix des hausses pétrolières ne s'est pas diffusée

à travers l'économie avec la même ampleur qu'il y a six ans; autre différence, plus importante encore: tant les salaires nominaux que les salaires réels ont enregistré cette fois des augmentations plus modérées, de sorte que, dans un certain nombre de pays, les bénéfices des entreprises et la formation brute de capital fixe, bien que nettement affaiblis, se sont néanmoins mieux maintenus qu'au lendemain du premier choc pétrolier. Cette évolution n'a malheureusement pas été observée partout, et là où elle s'est produite, elle risque de ne pas durer. Elle permet cependant de nourrir l'espoir, aussi tenu soit-il, qu'un pays puisse mener une politique anti-inflationniste efficace autrement qu'en relevant la valeur externe de sa monnaie, cette voie ne pouvant évidemment pas être suivie par tous les pays industriels en même temps.

Le deuxième fait important est que les consommateurs de pétrole, qu'il s'agisse des ménages ou des entreprises, ainsi que les gouvernements des pays importateurs de ce produit, sont désormais convaincus qu'il faudra s'accommoder durablement de prix réels élevés de l'énergie, et notamment du pétrole. En dépit d'une récente détente du marché, d'aucuns redoutent même de nouvelles augmentations des prix réels, voire des perturbations dans les approvisionnements, ce qui n'a pas été le cas généralement deux ans après le premier choc pétrolier. On peut aisément déceler les raisons de cette modification des anticipations. Le récent relèvement du prix du pétrole était le second et non pas le premier; il est intervenu à partir d'un niveau sensiblement plus élevé que le précédent; d'autre part, s'il a été jusqu'à présent d'une ampleur comparable au premier en valeur absolue réelle, son échelonnement dans le temps a été plus progressif; de plus, il a touché plus directement les consommateurs finals puisqu'il s'est transmis plus rapidement à travers le système. Enfin et surtout, les événements d'Iran et la guerre qui a opposé ultérieurement ce pays à l'Iraq ont souligné la vulnérabilité des approvisionnements en pétrole.

De même que l'orientation plus conservatrice des politiques monétaires crée de nouveaux problèmes au moment où elle commence à en résoudre d'anciens, de même la constatation que des prix pétroliers élevés – et a fortiori croissants – risquent fort de durer ne peut guère être considérée comme un élément réconfortant. Si ce phénomène devait vraiment revêtir un caractère permanent, il est certain qu'il poserait d'énormes problèmes d'ajustement, tant sur le plan interne qu'à l'échelle internationale, dont on aurait tout lieu de redouter qu'ils exercent des effets durables et franchement dépressifs sur l'activité économique. Mais ces prévisions pessimistes ont au moins l'avantage de provoquer des réactions. Les gouvernements ont appliqué des politiques actives d'ajustement réel, en encourageant la production pétrolière interne ou en favorisant la substitution d'autres formes d'énergie au pétrole. Le secteur des entreprises met tout en œuvre pour réaliser à la fois une compression de ses dépenses énergétiques globales et des économies pétrolières spécifiques; les ménages ne sont d'ailleurs pas en reste à cet égard. Pour ces diverses raisons, le fléchissement de la consommation de pétrole par unité de produit national brut s'est accéléré. Là non plus, les progrès ne sont pas sensibles partout et leur rythme n'est pas encore assez rapide; on peut se demander en outre jusqu'où il sera possible d'aller dans cette voie. Mais, au moins, le processus est engagé.

Le troisième fait qui mérite d'être souligné a déjà été mentionné dans le Rapport de l'an passé. On a constaté qu'une part plus élevée que prévu de l'énorme déficit

pétrolier global s'est concentrée jusqu'à présent sur le groupe des pays industrialisés relativement riches et, plus spécialement, sur les économies les moins inflationnistes. Abstraction faite de la question, intéressante du point de vue de l'analyse, de savoir pourquoi une telle évolution s'est produite, cette structure des balances des paiements a sans conteste facilité le recyclage de l'excédent pétrolier, étant donné que la plupart des pays concernés n'ont guère eu de peine à se procurer les fonds requis sur les marchés internationaux, alors que d'autres disposaient d'amples réserves de change pour faire face à leurs besoins.

En même temps, cette nouvelle configuration des balances extérieures, combinée avec l'orientation plus conservatrice de la politique monétaire américaine et l'adoption d'une nouvelle technique opérationnelle par la Réserve fédérale, a créé une foule de difficultés nouvelles. Elle a donné lieu à d'amples mouvements des taux de change complètement opposés aux cercles «vicieux» et «vertueux» qui avaient posé tant de problèmes à la fin des années soixante-dix: les pays les moins inflationnistes ont vu à leur tour leurs monnaies se déprécier, tandis que celles des pays les plus inflationnistes se sont raffermies.

En un sens, cette évolution est certainement réjouissante: personne n'aimerait voir se répéter les divergences d'évolution des rythmes d'inflation et des taux de change qui avaient divisé le monde industrialisé occidental en deux groupes fortement contrastés après le premier choc pétrolier. On pourrait également faire valoir que, pour une part, les récents mouvements des taux de change ont simplement tendu à corriger les sous-évaluations ou les surévaluations qui s'étaient justement produites à la suite de la «surréaction» des taux de change à la fin des années soixante-dix. Mais il y a également le revers de la médaille. D'une part, en dehors du Système monétaire européen, les cours de change sont devenus beaucoup trop instables. D'autre part, certains mouvements de taux de change – et plus spécialement la dépréciation du cours effectif du deutsche mark – ont certainement pris une ampleur excessive pendant les premiers mois de 1981; de ce fait, certains pays moins inflationnistes se sont vus contraints d'accepter des taux d'intérêt réels anormalement élevés. Ils ont dû adapter en effet leur propre politique de taux d'intérêt à la nécessité de contenir la dépréciation du taux de change et de maintenir l'équilibre global des paiements extérieurs, à un moment où, pour des raisons d'équilibre interne, les pays plus inflationnistes – Etats-Unis en tête – poursuivaient une politique monétaire également assortie de taux d'intérêt élevés. Tous les grands pays se voyaient ainsi amenés à maintenir des taux d'intérêt élevés, soit parce que leur politique anti-inflationniste impliquait nécessairement un haut niveau de ces taux, soit parce qu'ils désiraient prévenir une recrudescence de l'inflation due à la dépréciation de leur monnaie, soit simplement parce qu'ils se trouvaient dans l'obligation de financer leur déficit extérieur. Ce problème s'est encore compliqué du fait de l'instabilité des taux d'intérêt provoquée par l'adoption de nouvelles techniques de régulation monétaire aux Etats-Unis, en octobre 1979.

Les grandes lignes du Rapport

Le Chapitre II examine la recrudescence de l'inflation en 1979–80 et ses relations avec le second choc pétrolier. Il compare ce scénario avec les expériences inflationnistes de 1974–75 et s'efforce de répondre à deux questions.

La première concerne l'importance respective des influences externes (induites par les termes de l'échange) et des influences internes dans l'accélération de la hausse des prix au lendemain des deux crises pétrolières. La réponse est assez claire: alors qu'en 1974-75 l'inflation d'origine interne avait joué partout un rôle prépondérant, sa contribution à la hausse des prix s'est maintenant réduite dans nombre de pays – assez fortement dans quelques cas – tant par rapport à l'incidence courante de la détérioration des termes de l'échange que par rapport aux facteurs inflationnistes internes observés en 1974-75. C'est au Japon que le changement le plus spectaculaire s'est opéré, tandis qu'aux Etats-Unis, au Canada et en Italie, les résultats sont demeurés relativement décevants.

La seconde question amène à se demander ce que recèlent les indices généraux des prix, afin de déterminer le degré et la nature de l'ajustement interne au relèvement récent du prix du pétrole, c'est-à-dire les modifications qui se sont produites dans la répartition du revenu entre le secteur des ménages et celui des entreprises. Il se trouve que, jusqu'à ces derniers temps tout au moins, les salariés ont généralement accepté de supporter une part plus grande qu'en 1974-75 du fardeau imposé par la détérioration des termes de l'échange. Les bénéficiaires n'ont donc pas subi la même érosion – sauf au Royaume-Uni – et le secteur des entreprises est aujourd'hui en meilleure posture qu'à cette époque pour soutenir l'activité d'investissement.

Le Chapitre III examine les réactions de l'économie réelle au second choc pétrolier dans le domaine de la production, des dépenses, de l'emploi et des économies de pétrole, et analyse en conclusion la contrainte que la situation énergétique continue de faire peser sur les perspectives de reprise de la croissance et d'amélioration du niveau de l'emploi. Il s'en dégage un tableau contrasté. D'un côté, le comportement du secteur des entreprises et de celui des ménages a été, dans la plupart des pays, plus stable qu'en 1974-75: l'investissement fixe est demeuré relativement soutenu, et les taux d'épargne ne se sont pas accrus de façon spectaculaire. En conséquence, la récession a été plus modérée jusqu'à présent, à l'exception, là encore, du Royaume-Uni. En même temps, les ajustements de la demande interne ont été moins disparates d'un pays à l'autre qu'au lendemain du premier choc pétrolier, de sorte que le déséquilibre extérieur entre les pays industrialisés a été, cette fois, moins difficile à supporter.

D'un autre côté, malgré une évolution réconfortante vers une plus grande efficacité dans l'utilisation de l'énergie, et plus particulièrement dans le domaine des économies de pétrole, cet ajustement «réel» considérable a tout juste permis de freiner l'augmentation rapide de la dépendance des pays industrialisés à l'égard des importations de pétrole. Ces pays restent donc très vulnérables aux chocs extérieurs (augmentations des prix ou défaillance des approvisionnements); en outre, aussi longtemps que les pays de l'OPEP à faible capacité d'absorption ne seront pas en mesure de dépenser leur surcroît de revenus sous forme d'achats à l'étranger, le déficit pétrolier global risque de se maintenir à un niveau élevé. Dans ces conditions, on ne peut guère s'attendre à une reprise rapide de la croissance et à un recul spontané du chômage.

Le Chapitre IV, consacré à la politique monétaire et aux marchés nationaux des capitaux, met l'accent sur plusieurs faits importants. En premier lieu, le recours général, et dans certains cas prépondérant, à la politique monétaire pour lutter contre

l'inflation. Cette attitude a conduit à des taux d'intérêt nominaux élevés par comparaison avec le passé et, ce qui contraste fortement avec l'évolution notée en 1974-75, à l'apparition de taux d'intérêt réels positifs. La nouvelle configuration des déséquilibres extérieurs s'est traduite par des taux d'intérêt très élevés en termes réels en Allemagne et dans les pays du Benelux. Si les taux d'intérêt réels positifs font à l'évidence partie intégrante d'une politique anti-inflationniste, le haut niveau de ces taux peut également révéler un dosage inapproprié entre les moyens d'action utilisés, en l'occurrence l'imposition d'un poids excessif à la politique monétaire, face à des déficits durables et, dans certains cas, considérables du secteur public.

Le deuxième fait majeur concerne les profondes modifications qui ont été apportées aux techniques de régulation monétaire, en particulier aux Etats-Unis et également, mais à un degré moindre, dans d'autres pays. Cette expérimentation de nouvelles méthodes a provoqué sur le marché américain d'amples fluctuations des taux d'intérêt (et même une instabilité à court terme) qui se sont propagées aux autres pays industrialisés; le Royaume-Uni et le Japon sont néanmoins demeurés à l'abri de cette évolution, grâce à la vigueur de leur monnaie.

En troisième lieu, la configuration des taux d'intérêt a été caractérisée dans de nombreux pays par la persistance, d'une durée inhabituelle, de courbes de rendement inversées. Quelle que soit l'explication de cette évolution – prévision d'une modération des rythmes d'inflation ou resserrement exceptionnellement prolongé de la liquidité – elle risque de poser des problèmes sérieux aux intermédiaires financiers dont l'activité normale est d'opérer des transformations d'échéances.

Le Chapitre V, consacré aux échanges et paiements internationaux, compare, à l'exemple des chapitres précédents, la situation récente à celle qui prévalait en 1974-75. Il montre que la première grande différence entre ces deux expériences est le fait que les transactions courantes des pays du Groupe des Dix se sont ressenties beaucoup plus du second choc pétrolier que du premier. Il met en outre en relief un deuxième contraste frappant: la répartition complètement différente des déficits extérieurs au sein de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse, les pays moins inflationnistes ayant à payer un tribut beaucoup plus lourd.

Le chapitre souligne que, malgré l'ampleur du déséquilibre pétrolier global, le financement du déficit des paiements des pays importateurs de pétrole a pu dans l'ensemble être assuré jusqu'à présent sans grande difficulté. A cela plusieurs raisons: la répartition du déséquilibre pétrolier, mentionnée précédemment, entre les divers groupes de pays, la constatation que le déficit extérieur des pays en développement non producteurs de pétrole (exprimé en pourcentage des recettes d'exportation de ce groupe) a été plus faible qu'en 1974-75, enfin et surtout, la persistance d'une relative abondance de liquidités sur le marché bancaire international.

Le Chapitre VI contient l'analyse habituelle des marchés internationaux du crédit. Les préoccupations traditionnelles suscitées par l'activité bancaire internationale en général et les euro-marchés en particulier – craintes de voir ces marchés alimenter l'inflation mondiale, conduire à une croissance trop rapide de la liquidité internationale, favoriser la spéculation monétaire, voire gêner la conduite normale de la politique monétaire interne – sont passées au second plan; le rôle décisif du système

bancaire internationale dans le financement des déséquilibres élevés des paiements engendrés par la seconde vague de relèvements des prix pétroliers prime, cette fois, toutes les autres considérations. Ce chapitre présente certaines statistiques, jamais publiées jusqu'à présent, sur la part prise par les banques dans le recyclage de l'excédent pétrolier; il examine également les problèmes posés par la poursuite de la participation des banques au financement massif des balances des paiements.

Les principaux thèmes abordés dans le Chapitre VII, qui passe en revue la scène monétaire internationale, concernent l'évolution étonnante des taux de change pendant les deux dernières années. Les cours du dollar EU, du yen et du deutsche mark ont enregistré d'amples fluctuations, tandis que la livre sterling s'est fortement appréciée. Seul le Système monétaire européen a permis de conférer une certaine stabilité aux monnaies des pays membres (tout au moins jusqu'à la dévaluation de la lire, fin mars 1981) mais, malgré cette stabilité, des fluctuations relativement amples des cours de change effectifs n'ont pu être évitées.

Cette physionomie des cours de change soulève plusieurs questions délicates, auxquelles le chapitre essaie de répondre. Est-il vrai que cette évolution est allée, dans de nombreux cas, à l'encontre de celle des prix et des coûts internes? Dans quelle mesure les positions concurrentielles s'en sont-elles trouvées affectées? Quelles leçons peut-on tirer de ces expériences pour mieux comprendre l'importance relative des divers facteurs qui déterminent les mouvements des taux de change? Constate-t-on de nouveaux signes de «surréaction» des taux de change, mais, cette fois, dans la direction opposée?

II. INFLATION ET AJUSTEMENT INTERNE

Au cours des deux dernières années, l'économie mondiale s'est trouvée aux prises avec une nouvelle vague d'inflation. Une fois de plus, comme en 1973-75, un relèvement brutal du prix du pétrole, combiné avec une hausse des cours des produits de base non pétroliers induite par la demande, a provoqué une vigoureuse accélération de l'inflation dans tous les pays industrialisés. Cependant, comme les taux de change n'ont pas évolué de la même façon qu'au début des années soixante-dix, l'impact du choc extérieur s'est réparti différemment lors de cette nouvelle poussée inflationniste. D'autre part, si les répercussions économiques de la hausse des prix de l'énergie depuis le début de 1979 ont été comparables en ampleur à celles qu'avait entraînées le premier choc pétrolier de 1973-74, l'augmentation des prix du pétrole et des produits non pétroliers a été plus progressive cette fois-ci et les réactions des autorités ont revêtu un caractère plus résolument anti-inflationniste. C'est pourquoi la divergence d'évolution des prix entre les divers pays a été moins marquée qu'au cours du premier choc pétrolier. Il semble qu'un ralentissement de l'inflation se soit produit récemment dans certains pays, notamment au Royaume-Uni, où il a même pris des proportions fort spectaculaires. Il n'en demeure pas moins que la hausse des prix se poursuit presque partout à un rythme inacceptable.

Le présent chapitre examine les implications de cette évolution, en comparant la période 1979-80 à celle de 1974-75. Il met principalement l'accent sur deux questions. L'une concerne l'importance relative des sources externes et internes de l'inflation et leurs interactions. Elle revient à se demander quelle a été l'intensité du choc extérieur et jusqu'à quel point les pays sont parvenus à contenir ses effets en même temps que les autres sources d'inflation interne. La seconde question s'efforce de découvrir ce qui se cache derrière l'ajustement général des prix. Dans quelle mesure les divers pays ont-ils réussi, au cours du second choc pétrolier, à mieux absorber la perte de revenu réel qu'il implique? Autrement dit, a-t-il été possible d'améliorer le mécanisme de transmission des impulsions de hausse des prix d'origine externe tout en évitant un recul prononcé de la rentabilité, des investissements et, partant, des perspectives de croissance future et d'emploi?

Evolution récente des prix

L'accélération de la hausse des prix à la consommation à la fin des années soixante-dix était étroitement liée à la reprise de l'activité économique. Aux Etats-Unis et au Canada, où le redémarrage conjoncturel s'est produit plus tôt, la hausse des prix a commencé à s'intensifier dès le début de 1977. Dans les autres pays, le ralentissement de l'inflation s'était dans l'ensemble poursuivi jusqu'au début de 1978, avec cependant de nouvelles poussées au second semestre de 1977 dans certains d'entre eux, sous l'effet du regain d'activité. Puis, en raison de la montée des cours des matières premières et du relèvement des prix du pétrole en plusieurs vagues successives, aussi brutales qu'irrégulières, l'inflation s'est fortement intensifiée dans tous les pays en 1979 et au début de 1980. Une certaine décélération s'est manifestée çà et là au second semestre de

1980 et pendant les premiers mois de 1981. Ailleurs, en revanche, on n'a guère noté de signes de recul des taux élevés d'inflation.

Au printemps de 1981, la dispersion des taux d'inflation nationaux était encore assez grande, mais elle demeurait cependant moindre qu'il y a cinq ans (voir tableau). Les taux les plus bas, qui se situent entre 5,5 et 7,5%, ont été observés au Japon, en République fédérale d'Allemagne et dans les économies étroitement liées à ce dernier pays sur les plans financier et commercial (pays du Benelux, Autriche et Suisse). Les Etats-Unis, le Canada, le Royaume-Uni, les pays scandinaves et l'Espagne ont enregistré des rythmes d'inflation allant de 10,0 à 14,5%. En Italie, enfin, la hausse des prix s'est maintenue aux alentours de 20%, tandis qu'en Grèce elle a dépassé 25%.

Variations des prix à la consommation

Pays	Variations sur des périodes de 12 mois s'achevant en									
	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980		1981
	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	déc.	juin	déc.	dernier mois dis- ponible
en %										
Etats-Unis	8,8	12,2	7,0	4,8	6,8	9,0	13,3	14,3	12,4	10,0 ²
Japon	19,0	22,0	7,7	10,4	4,8	3,5	5,8	8,4	7,1	6,2 ¹
Royaume-Uni	10,6	19,2	24,9	15,1	12,1	8,4	17,2	21,0	15,1	12,0 ²
Italie	12,3	25,3	11,1	21,8	14,9	11,9	19,8	20,7	21,1	19,9 ²
Canada	9,1	12,5	9,5	5,8	9,5	8,4	9,8	10,1	11,2	12,6 ²
France	8,5	15,2	9,6	9,9	9,0	9,7	11,8	13,5	13,6	12,5 ¹
Suède	7,5	11,6	8,9	9,6	12,7	7,4	9,8	13,1	14,1	12,9 ²
Allemagne fédérale	7,8	5,8	5,4	3,7	3,5	2,5	5,4	6,0	5,5	5,6 ²
Suisse	11,9	7,6	3,4	1,3	1,1	0,7	5,1	3,3	4,4	5,6 ²
Belgique	7,3	15,7	11,0	7,6	6,3	3,9	5,1	6,2	7,5	7,4 ²
Pays-Bas	8,2	10,9	9,1	8,5	5,2	3,9	4,8	6,6	6,7	6,2 ²
Autriche	7,8	9,7	6,7	7,2	4,2	3,7	4,7	7,1	6,7	7,4 ²
Danemark	12,6	15,5	4,3	13,1	12,2	7,1	11,8	13,3	10,9	11,3 ¹
Finlande	14,1	16,9	18,1	12,3	11,9	6,5	8,6	11,2	13,8	13,1 ¹
Grèce	30,7	13,5	15,7	11,7	12,8	11,5	24,8	26,2	26,2	24,3 ²
Norvège	7,6	10,5	11,0	8,0	9,1	8,1	4,7	10,8	13,7	14,6 ²
Irlande	12,6	20,0	16,8	20,6	10,8	7,9	16,0	20,2	18,2	21,0 ²
Espagne	14,3	17,9	14,1	19,8	26,4	16,6	15,5	15,9	15,1	13,8 ²

¹ Mars. ² Avril. ³ Février.

Si l'on en juge simplement par l'évolution de l'indice général des prix à la consommation, l'inflation en 1979 et 1980 a été légèrement moins forte qu'au cours des deux années qui ont suivi le premier choc pétrolier. Dans l'ensemble Groupe des Dix et Suisse, les prix à la consommation se sont accrus au total d'environ 24% sur une base non pondérée au cours de la première période, contre 20,5% environ pendant la seconde. La physionomie de la hausse a également été différente. Dans la première période, les prix sont montés en flèche pendant les quelque douze mois qui ont suivi la majoration des prix du pétrole, alors qu'en 1979-80 l'accélération a été plus modérée et plus prolongée.

Si le second choc extérieur a été dans sa nature assez semblable au premier, en revanche, l'évolution dans les divers pays a été différente à plus d'un titre. On peut d'ailleurs distinguer plusieurs grands groupes en fonction des comportements adoptés. Dans le premier (Etats-Unis, Canada, France, Norvège et Suède), les taux d'inflation

constatés vers le début de chaque choc (fin 1973 et fin 1978) étaient plus ou moins semblables (entre 7,5% et 9,5%). Mais, alors que deux années après le premier choc, ils avaient presque retrouvé leurs niveaux de départ (7,0–11,0%), pendant la période comparable du second choc, ils ont été notablement plus élevés (11,0–14,0%). Un second groupe (Royaume-Uni, Italie et Espagne) a également abordé les deux périodes avec des taux d'inflation pratiquement inchangés, à partir de niveaux de départ plus hauts toutefois que dans le premier groupe. Cependant, si au Royaume-Uni l'inflation s'est sensiblement moins accentuée au cours de la seconde période que durant la première, en Italie c'est l'inverse qui s'est produit.

Un grand nombre de pays ont entamé la période du second choc pétrolier avec des taux d'inflation nettement moins forts que lors de la première crise. Dans un groupe (Japon, Allemagne, pays du Benelux, Autriche et Suisse), l'application de politiques résolument anti-inflationnistes avait permis de réduire de moitié environ les taux d'inflation entre 1973 (7,0–19,0%) et 1975 (3,5–11,0%). Mais, durant le second choc, la hausse des prix s'est accélérée dans ces pays, et l'éventail des taux d'inflation est passé de 0,5–4,0% en 1978 à 4,5–7,5% à la fin de 1980. Dans l'autre groupe (Danemark, Finlande, Grèce et Irlande), la même accélération générale a été observée entre les deux périodes, mais à partir d'un point de départ notablement plus élevé en moyenne que dans le groupe précédent.

Ces différences de performances, tant entre les pays qu'entre les deux périodes, s'expliquent par un certain nombre de facteurs qui sont examinés plus loin dans ce chapitre: différences dans l'étalement des chocs dans le temps, dans l'évolution relative des taux de change et dans l'orientation des politiques anti-inflationnistes. On peut néanmoins mentionner dès à présent certains éléments qui ont eu une incidence plus directe sur l'évolution des prix. L'un d'entre eux est le fait que la hausse des prix a pu se propager plus rapidement pendant la seconde crise pétrolière qu'au cours de la première. Au lendemain du premier choc, beaucoup de pays avaient adopté des politiques visant à atténuer ou à différer certaines de ses conséquences inflationnistes. Au cours du second épisode, la plupart des pays ont toléré une certaine hausse des prix, de façon à réduire leur dépendance énergétique. Aux Etats-Unis, la nouvelle Administration a abrogé les mesures de contrôle des prix encore imposées à la production pétrolière nationale; en Belgique, des taxes spéciales ont été appliquées à l'utilisation de l'énergie, cependant qu'en France et en Italie les tarifs des services publics ont été fortement relevés. Au Canada, en revanche, des considérations d'ordre régional liées à la répartition du revenu ont conduit à une prorogation des contrôles des prix appliqués à la production énergétique nationale.

Les modifications des prix administrés et de la taxe à la valeur ajoutée ont, elles aussi, influencé notablement les indices des prix à la consommation dans certains pays. On estime qu'au Royaume-Uni, par exemple, le relèvement de la TVA en juin 1979 a ajouté quelque trois points de pourcentage à l'indice des prix à la consommation et que la nouvelle majoration des impôts indirects au titre du budget de mars 1980 s'est traduite par une augmentation supplémentaire de deux points. En Suède également, une hausse importante de la TVA a été décidée au cours de l'année passée. En ce qui concerne les prix administrés, les préoccupations suscitées au Royaume-Uni par la situation de trésorerie des entreprises du secteur public et des collectivités locales ont

conduit les autorités à majorer substantiellement les tarifs du secteur public. Les loyers des logements appartenant aux collectivités locales, qui constituent une partie importante du parc locatif au Royaume-Uni, ont connu une forte hausse au cours des deux dernières années. En Italie, les contrôles stricts des loyers ont été progressivement abolis et remplacés par un système d'indexation, qui a conduit à des relèvements sensibles au cours du second choc pétrolier. Aux Etats-Unis, la «dérégulation» financière a contribué à de fortes hausses des taux hypothécaires, et l'on estime à 1½% la part représentée par ces augmentations dans la progression de l'indice des prix à la consommation, tant en 1979 qu'en 1980.

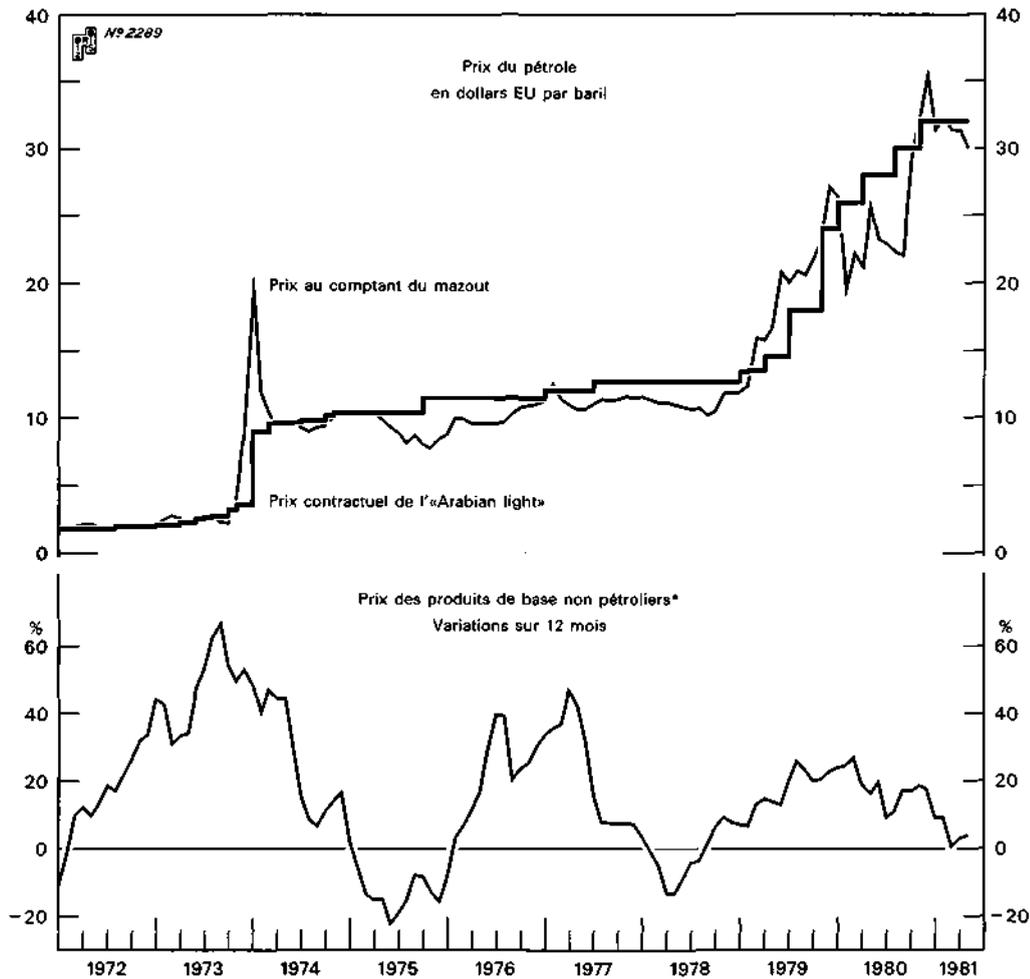
A part les prix de l'énergie et les loyers, les autres composantes de l'indice des prix à la consommation – denrées alimentaires, services, matières premières non énergétiques – semblent avoir enregistré dans la plupart des pays une hausse plus modérée en 1979–80 qu'au lendemain du premier choc pétrolier. Cette modération reflète en partie l'affaiblissement relatif des marchés mondiaux des matières premières et des marchés nationaux du travail pendant la seconde période.

Cours mondiaux des matières premières et du pétrole

L'aggravation de l'inflation à la fin de la décennie a été dans une large mesure la conséquence directe de l'envolée des cours mondiaux des matières premières entre la fin de 1978 et le début de 1980, sous l'effet du raffermissement de la demande globale. Quoique nettement inférieure au relèvement des prix pétroliers, qui ont plus que doublé entre juillet 1978 et février 1980, la hausse des cours des matières premières industrielles non pétrolières et des denrées alimentaires (mesurée par l'indicateur de l'«Economist» exprimé en DTS) n'en a pas moins atteint 44% durant la même période. Par la suite, le ralentissement sensible de l'activité économique aux Etats-Unis et l'apparition de la récession dans d'autres pays ont provoqué un fléchissement des cours des matières premières industrielles, tant des métaux que des fibres synthétiques, qui se sont toutefois raffermis de nouveau à partir de la fin de l'été. Dans le même temps, les prix des denrées alimentaires ont contribué à la hausse de l'indice général des cours des produits de base pour l'ensemble de l'année, la médiocrité des récoltes dans divers pays ayant provoqué une diminution des stocks. Il convient de noter cependant que la montée des prix des denrées alimentaires s'explique, dans une large mesure, par la hausse très prononcée des cours du sucre. Au total, l'indice général a atteint son point culminant en novembre 1980; il a ensuite régressé, et son fléchissement ressortait à quelque 7% en avril 1981.

Par suite de la baisse de la consommation de pétrole dans les pays industrialisés, les tensions sur les marchés pétroliers mondiaux se sont également atténuées à la fin de 1980. Du fait, en partie, d'une réduction délibérée des approvisionnements, la production de l'Organisation des pays exportateurs de pétrole (OPEP) est récemment tombée à son niveau le plus bas depuis dix ans. L'éventualité de nouveaux ajustements, ainsi que les incertitudes politiques qui pèsent sur la situation de certains pays exportateurs de pétrole et la prolongation du conflit Iran/Iraq amènent à se demander si les approvisionnements mondiaux en pétrole seront, dans le futur, assurés de manière régulière et s'ils resteront adaptés aux besoins.

Cours mondiaux des matières premières: pétrole et produits de base non pétroliers



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

Il existe également beaucoup de similitudes entre la flambée des cours mondiaux des matières premières en 1973–74 et en 1978–79. Le premier épisode a vu un quintuplement des prix du pétrole brut, à partir d'un niveau très bas il est vrai. Avant même la crise pétrolière, les cours des produits de base non pétroliers avaient presque doublé, sous l'effet des pressions vigoureuses exercées sur la demande globale pendant les années 1972–73. Les coefficients exceptionnellement élevés d'utilisation des capacités, l'existence de goulets d'étranglement au niveau de la production et les pénuries généralisées de matières premières – autant de signes des tensions qui affectaient une économie mondiale en état de surchauffe – avaient créé un environnement spéculatif qui aviva la hausse des prix des matières premières. En même temps, une succession de récoltes médiocres avait provoqué une envolée des cours des denrées alimentaires.

Sous ces rapports, la seconde flambée des cours des matières premières n'a pas été très différente de la précédente. De nouveau, la principale source de perturbations a été, là encore, le relèvement considérable des prix du pétrole à partir du début de 1979,

déjà précédé, dès le milieu de 1978, d'une évolution ascendante des prix des matières premières industrielles due au redressement progressif de l'activité économique mondiale. Des achats spéculatifs et certaines insuffisances dans la production agricole y ont aussi contribué. Tout bien pesé, cependant, l'augmentation des prix des matières premières non pétrolières a été moins prononcée que lors du premier choc, du fait surtout que l'activité était plus équilibrée à l'échelle internationale et que les pressions sur le potentiel productif étaient moins intenses. Bien qu'en termes de pourcentage le récent choc pétrolier apparaisse moins sévère que celui de 1973-74, une telle comparaison peut induire en erreur en raison des niveaux peu élevés à partir desquels s'étaient amorcées les hausses pétrolières de 1973. En termes économiques, l'ampleur de l'augmentation de la facture pétrolière par rapport aux revenus internes de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse a été presque la même dans les deux périodes.

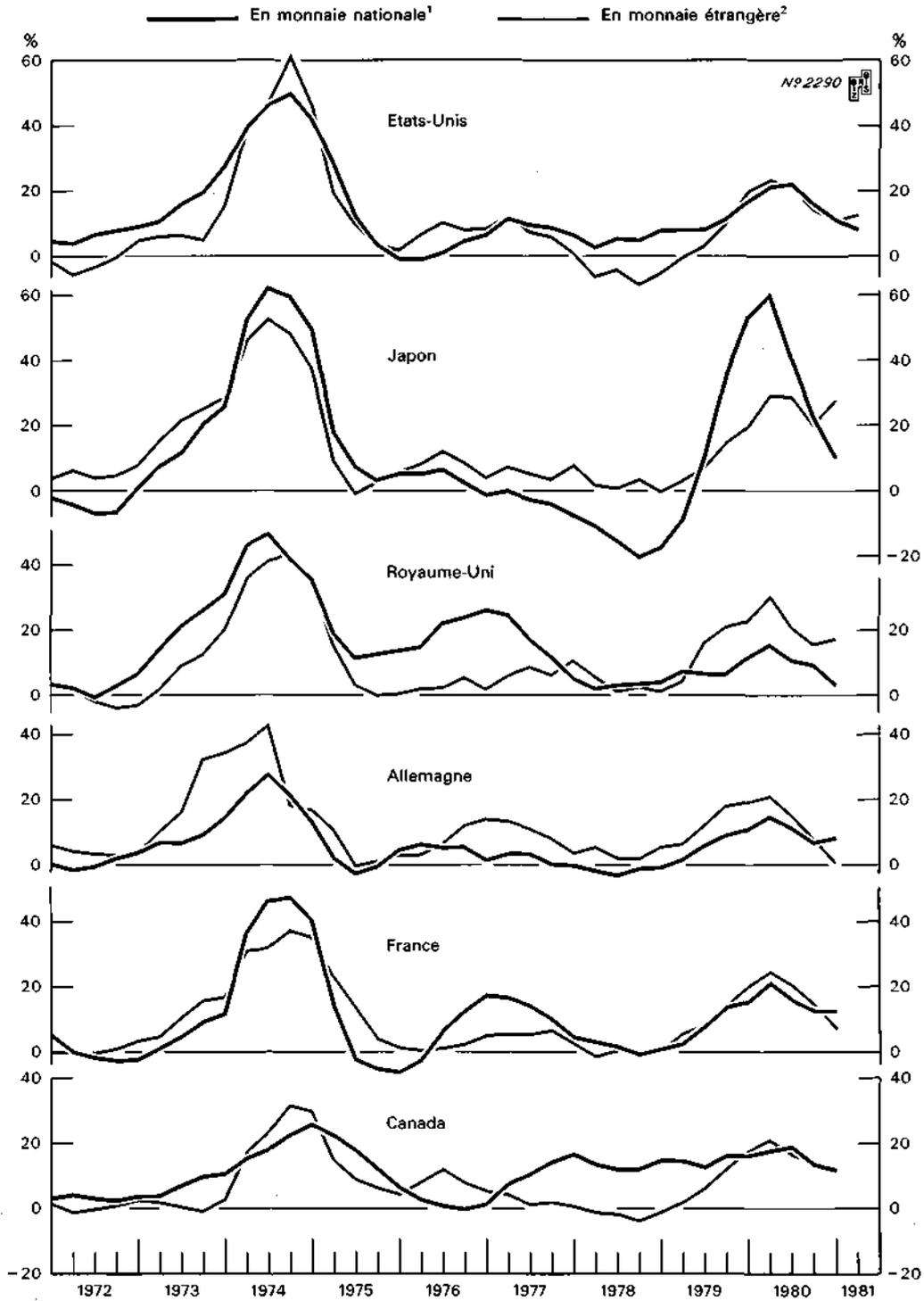
Taux de change et impulsions inflationnistes d'origine externe

Le mode de transmission aux économies nationales de la hausse des cours mondiaux des matières premières dépend en partie de l'évolution des taux de change. Le graphique ci-après fait apparaître clairement ce rôle pour un échantillon de pays. La courbe en trait gras indique le taux annuel de variation des prix à l'importation exprimés en monnaie nationale, mesuré par la variation du déflateur des prix à l'importation sur quatre trimestres. La courbe en trait fin représente la même mesure en termes de monnaie étrangère, c'est-à-dire ajustée en fonction du taux de variation sur quatre trimestres du cours de change effectif. Comme on pouvait s'y attendre, la variation pondérée des prix à l'importation en termes de monnaie étrangère a un profil à peu près semblable pour chaque pays, ce qui reflète l'incidence similaire exercée par l'évolution des marchés mondiaux des matières premières. Les divergences de comportement de cet indicateur d'un pays à l'autre sont donc dues, en grande partie, à des différences dans la composition des importations et dans le degré de dépendance à l'égard du pétrole et des autres matières premières.

Le graphique montre que, au cours des années soixante-dix, les prix à l'importation ont fortement augmenté dans tous les pays, et plus spécialement au Japon et aux Etats-Unis. Quant à savoir de quelle manière ces hausses se sont répercutées sur les mécanismes internes des prix et des salaires, cela dépend évidemment des mouvements des taux de change effectifs. A la fin de 1973 et en 1974, l'augmentation constatée des prix à l'importation au Japon, au Royaume-Uni et en France a été considérablement amplifiée par la dépréciation des taux de change effectifs de ces pays. Aux Etats-Unis, en Allemagne et au Canada, en revanche, cette hausse a été atténuée dans une certaine mesure par l'appréciation de la monnaie de ces trois pays.

L'influence des taux de change est manifeste au cours de la période qui commence après le choc initial et se termine avant les hausses des prix des matières premières en 1978. Alors qu'aucun choc généralisé sur les prix ne s'est produit pendant cette période, les cours des matières premières ont eu tendance à monter en raison du redressement de l'activité. Si, pendant cette période, les prix à l'importation ont eu une incidence différente dans les divers pays, c'est que les variations relatives des taux de change ont, semble-t-il, pris le pas sur l'évolution des marchés des matières premières. Les différences notables dans l'incidence des prix externes sur la variation des prix dans

Prix à l'importation
Variations sur quatre trimestres, en %



¹ Déflateur des prix à l'importation. ² Déflateur des prix à l'importation ajusté en fonction du cours de change effectif.

les divers pays ont été dues à plusieurs facteurs importants: la baisse du dollar à partir de la fin de 1977, l'appréciation prolongée du yen de 1976 à 1978, la crise de la livre en 1975-76, la revalorisation du deutsche mark de 1976 à 1979, la dépréciation du franc français lors du retrait de la France du «serpent» en 1976 et le recul du dollar canadien en 1977-78.

La seconde flambée des cours mondiaux des matières premières a débuté vers le milieu de 1978. L'incidence des taux de change en ce qui concerne l'ampleur de ces perturbations présente un contraste frappant par rapport à 1973-75. Au Japon, la dépréciation du yen en 1979 a considérablement accru les effets sur l'économie interne de l'augmentation des prix des matières premières, rendant ainsi le second choc pétrolier aussi sévère, sinon plus, que le précédent. Au Royaume-Uni, en revanche, la vive appréciation de la livre a atténué l'impact de la hausse des prix internationaux. L'Allemagne et la France ont bénéficié pendant un certain temps du redressement des taux de change effectifs de leur monnaie, mais ce mouvement s'est inversé par la suite, sous l'effet du raffermissement du dollar par rapport aux monnaies européennes.

Inflation «importée» et inflation «interne»

L'aggravation de l'inflation dans les années soixante-dix a eu en partie des causes internationales, telles que les flambées successives des cours des matières premières et, dans certains pays tout au moins, le comportement des taux de change. Théoriquement, on peut faire une distinction utile entre inflation «importée» et inflation «interne», qui n'a aucunement la prétention cependant d'être exacte et dénuée d'ambiguïté. En premier lieu, un choc inflationniste apparemment exogène à un pays donné peut fort bien n'être, dans une certaine mesure, que le reflet indirect de la situation qui prévaut dans l'ensemble des grands pays industrialisés. En outre, l'inflation est un processus dynamique comportant des actions et des rétroactions complexes entre coûts effectifs, prix et anticipations. En cas de crise inflationniste prolongée, ces divers facteurs risquent d'être tellement enchevêtrés qu'il sera pratiquement impossible de les distinguer les uns des autres.

Cette mise en garde étant faite, on a distingué dans le tableau suivant les composantes «importées» et «internes» de l'inflation pour l'ensemble Groupe des Dix et Suisse au cours des deux vagues de hausses massives des prix à l'importation. L'inflation «importée» est mesurée par les variations annuelles des termes de l'échange, calculés sur la base des déflateurs des prix à l'exportation et à l'importation et pondérés en fonction de l'importance des échanges de biens et services avec l'étranger. Pour mesurer l'inflation «interne», on a utilisé le déflateur des prix du PNB/PIB, qui n'inclut pas la hausse des prix à l'importation. On admet implicitement que les coûts des facteurs internes ne sont pas directement affectés par les variations des prix des produits importés. Les deux composantes additionnées donnent l'inflation «globale», mesurée par le déflateur de la demande interne. Avant le déclenchement du second choc pétrolier, le taux de l'inflation d'origine interne en 1978 a été en fait sensiblement moins élevé dans certains pays qu'en 1973 avant le premier choc pétrolier. Il en a surtout été ainsi des pays de la CEE qui maintiennent entre eux des cours de change fixes (Allemagne, Belgique et Pays-Bas) ainsi que du Japon, du Canada et de la Suisse. Inversement, un certain nombre de pays ont abordé le second choc pétrolier avec des

**Contributions de l'inflation «importée» et de l'inflation «interne»
à l'inflation globale¹**

Pays	Inflation importée			Inflation interne			Inflation globale		
	1973 1978	1974 1979	1975 1980	1973 1978	1974 1979	1975 1980	1973 1978	1974 1979	1975 1980
	variations d'un quatrième trimestre à l'autre, en %								
Allemagne fédérale	1,1 - 0,5	- 0,9 1,3	0,9 0,5	6,7 3,8	8,6 4,0	3,8 5,4	7,8 3,3	7,7 5,3	4,7 5,9
Canada	- 2,1 1,3	- 0,1 - 1,0	- 0,1 - 0,2	11,6 6,6	15,1 11,9	10,2 9,9	9,5 7,9	15,0 10,9	10,1 9,7
Etats-Unis	0,1 - 0,3	1,0 1,6	- 0,5 - 0,2	7,5 8,2	11,0 6,9	7,5 9,8	7,6 7,9	12,0 8,5	7,0 9,6
France	0,0 - 1,5	3,2 0,1	- 1,3 1,7	8,0 9,8	12,2 9,8	10,3 10,7	8,0 8,3	15,4 9,9	9,0 12,4
Italie ²	3,0 - 0,3	2,3 1,9	- 1,4 3,5	13,1 14,1	23,8 16,3	13,0 20,3	16,1 13,8	26,1 18,2	11,6 23,8
Japon	1,0 - 1,9	3,1 4,4	1,2 2,2	15,7 3,3	18,4 1,0	5,1 4,5	16,7 1,4	21,5 5,4	6,3 6,7
Royaume-Uni	3,8 - 1,0	2,7 - 1,5	- 1,9 - 1,3	8,1 10,5	19,6 18,2	24,8 16,8	11,9 9,5	22,3 16,7	22,9 15,5
	variations d'une année sur l'autre, en %								
Belgique	- 0,7 0,1	1,4 - 0,3	0,7 1,5	6,9 4,2	12,2 4,2	12,6 5,0	6,2 4,3	13,6 3,9	13,3 6,5
Pays-Bas	0,3 - 0,3	2,6 1,5	- 0,2 1,2	8,4 5,1	9,3 3,9	11,2 5,9	8,7 4,8	11,9 5,4	11,0 7,1
Suède	0,8 1,4	2,2 1,1	- 3,2 1,4	7,1 9,8	8,7 7,1	14,7 12,3	7,9 11,4	10,9 8,2	11,5 13,7
Suisse	0,7 - 2,7	2,0 1,7	- 2,6 2,2	8,1 3,6	6,9 2,0	7,1 2,0	8,8 0,9	8,9 3,7	4,5 4,2

¹ Contributions, en points de pourcentage, de l'inflation importée (variations des termes de l'échange) et de l'inflation interne (déflateur du PNB/PIB) à l'inflation globale (déflateur de la demande interne). ² Pour les données de 1980, estimations.

taux d'inflation sensiblement supérieurs à ceux qu'ils avaient connus en 1973, notamment la France, l'Italie, la Suède, le Royaume-Uni et les Etats-Unis.

En 1979-80, le facteur «inflation importée» a été plus important, au total, qu'en 1974-75 dans un certain nombre de pays. Cette remarque vaut spécialement pour la Suisse, le Japon, l'Italie et la Suède, mais la différence a également été sensible en Allemagne et aux Etats-Unis. En Belgique et en France, les impulsions d'origine externe, bien que moins fortes au cours de la seconde période, ont encore été appréciables, tandis qu'aux Pays-Bas elles ont été du même ordre de grandeur pendant les deux périodes.

En dépit de ces chocs extérieurs, l'inflation d'origine interne en 1979-80 s'est nettement réduite dans la plupart des pays par rapport à 1974-75. De fait, elle s'est même ralentie au Japon malgré des poussées d'une ampleur inhabituelle, d'origine externe, sur les prix. En Italie et aux Etats-Unis, par contre, la hausse des prix d'origine interne a été aussi forte en 1979-80 qu'en 1974-75, en partie parce que les impulsions externes ont été relativement plus vigoureuses la seconde fois.

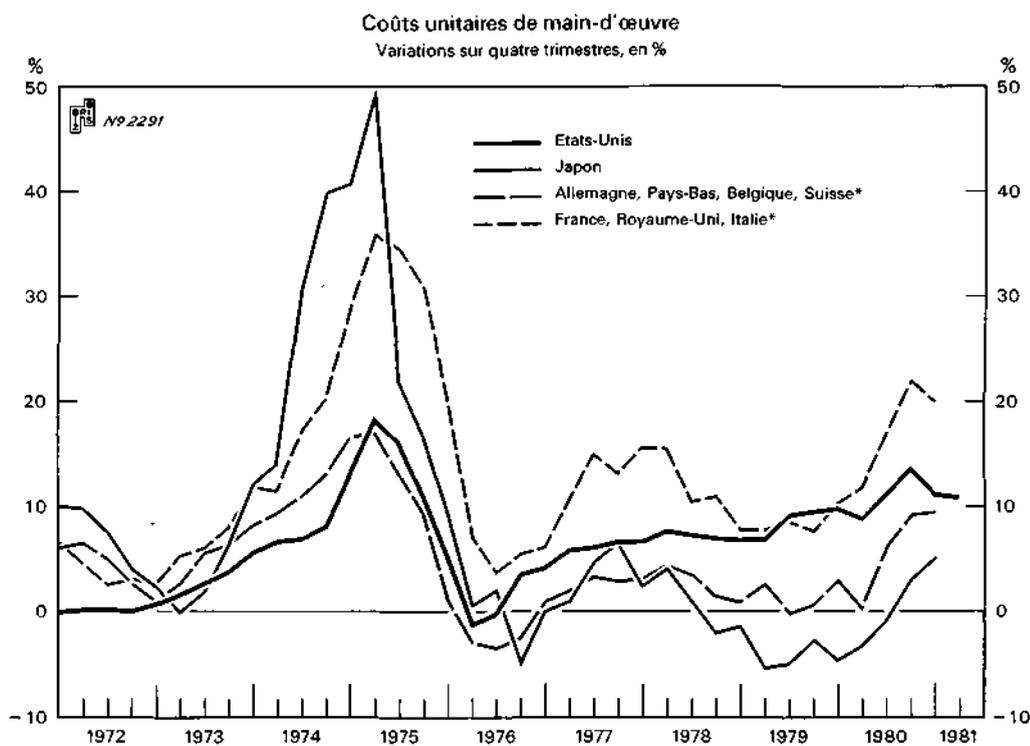
Plusieurs conclusions semblent se dégager de l'analyse de ces résultats. Premièrement, le lien entre les chocs inflationnistes extérieurs et le processus de hausse des prix

internes ne paraît pas aussi étroit qu'on le suppose parfois. Au cours du second choc pétrolier, presque tous les pays ont agi avec rapidité et détermination pour éviter ses répercussions secondaires. D'une manière générale, ils sont mieux parvenus qu'en 1974-75 à interrompre, ou à atténuer, le processus de transmission, en particulier dans la phase initiale. Deuxièmement, si les liens entre les éléments externes et internes ne sont pas très rigides, il n'en demeure pas moins que les mouvements relatifs des taux de change effectifs jouent un rôle important dans la répartition de l'incidence des perturbations d'origine externe sur les prix. Quelques pays, le Royaume-Uni et la Suisse étant les deux cas extrêmes, se sont trouvés cette fois dans une situation complètement différente par rapport au premier choc pétrolier, à cause de l'évolution de leur taux de change. Troisièmement, et ce point découle des deux premiers, les efforts concertés mis en œuvre au moment opportun pour contenir l'inflation d'origine interne semblent avoir été relativement fructueux. En ce qui concerne l'inflation globale, mesurée par le déflateur de la demande interne, on constate qu'elle a été plus forte en 1980 qu'en 1975 en Allemagne, en Italie, en Suède et aux États-Unis, alors qu'elle a sensiblement baissé dans d'autres pays, comme la Belgique, les Pays-Bas et le Royaume-Uni. L'évolution dans ce dernier pays montre bien qu'il faut se garder de pousser trop loin la distinction entre les composantes «externe» et «interne» de l'inflation. La compétitivité accrue des produits importés au Royaume-Uni, due au raffermissement vigoureux de la livre, a permis, en comprimant les marges bénéficiaires, de réduire fortement la hausse des prix des produits internes.

Le processus inflationniste interne

Si l'on considère le prix final des marchandises, la recrudescence de l'inflation en 1979-80 rappelle de manière saisissante la poussée des prix consécutive au premier choc pétrolier. Sous l'angle de l'affectation des ressources, en revanche, l'ajustement fondamental des rapports prix/coûts semble avoir été bien meilleur dans la plupart des pays au cours de la période du second choc pétrolier – du moins pour l'instant – qu'au lendemain du premier. Cette évolution reflète en partie l'affaiblissement relatif des marchés du travail. Il semblerait également que les partenaires sociaux, instruits par l'expérience précédente, se soient montrés davantage disposés, cette fois, à accepter les réductions de revenu réel résultant de la nouvelle détérioration des termes de l'échange.

De par sa nature même, un relèvement brutal des prix à l'échelle internationale entraîne, pour la plupart des pays industrialisés, une diminution de revenu réel induite par la détérioration des termes de l'échange. L'ampleur de cette perte varie, bien entendu, en fonction de la dépendance du pays considéré à l'égard des importations de pétrole et de matières premières ainsi que des possibilités qui lui sont offertes de la rattraper partiellement en majorant ses prix à l'exportation. Si le transfert de pouvoir d'achat réel des pays importateurs aux pays exportateurs n'est pas compensé par une amélioration de la productivité, une réduction des revenus réels est inéluctable. Sur le plan interne, il serait préférable que l'ajustement des revenus soit supporté par le secteur des ménages, cette forme d'ajustement permettant de préserver, voire d'améliorer, les rapports prix/coûts. Sinon, c'est la situation bénéficiaire des entreprises qui risque de faire les frais de l'opération, avec des répercussions fâcheuses pour l'investissement et la croissance future du revenu réel.



Sous l'angle des coûts, l'amélioration des résultats obtenus par les pays industrialisés au cours de la seconde période de choc pétrolier se reflète dans l'évolution des coûts unitaires de main-d'œuvre (voir graphique ci-dessus). A l'inverse des années 1974-75, où ces coûts étaient montés en flèche dans tous les pays, leur progression est demeurée relativement modeste en 1979-80, malgré la forte augmentation des coûts de main-d'œuvre non salariaux, et tout particulièrement des cotisations patronales à la sécurité sociale, en progression dans la plupart des pays. Si ces meilleures performances en matière de coûts unitaires de main-d'œuvre s'expliquent en partie par l'atténuation de la récession et, dans certains cas, par la meilleure tenue de la productivité durant la seconde période, elles sont dues également à l'évolution plus modérée des salaires nominaux et réels.

Le tableau ci-après permet de comparer l'évolution des rémunérations nominales et réelles ainsi que celle de la productivité au cours des deux périodes de choc pétrolier. L'une des caractéristiques frappantes des années 1979-80 est la croissance plus modérée qu'en 1974-75 des rémunérations annuelles. Seuls les Etats-Unis ont enregistré une progression annuelle des rémunérations plus forte au cours de la seconde période. Dans tous les autres pays, on constate un ralentissement par rapport à 1974-75, particulièrement sensible dans certains cas, tels que Japon, Allemagne, pays du Benelux, Autriche et Suisse. Dans nombre de pays, les gains salariaux se sont néanmoins fortement accélérés durant la seconde période.

Cette constatation d'un meilleur ajustement des salaires se trouve confirmée par l'évolution comparée des rémunérations réelles et des gains de productivité. Durant la

Rémunérations horaires et productivité dans l'industrie de transformation

Pays	Rémunérations nominales ¹		Rémunérations réelles ²		Productivité ³	
	1973	1974-75	1973	1974-75	1973	1974-75
	1978	1979-80	1978	1979-80	1978	1979-80
taux annuel de variation, en % ⁴						
Etats-Unis	6,6	7,4	- 0,8	- 1,5	- 1,6	2,9
	9,2	8,4	1,5	- 1,2	0,8	0,8
Canada	9,5	15,0	0,4	3,7	2,9	2,7
	6,7	10,2	- 0,9	0,1	6,1	- 1,7
Japon	19,1	20,1	5,4	4,4	9,0	2,3
	5,0	6,5	- 0,4	1,3	10,2	9,2
Allemagne fédérale	11,1	10,2	3,2	3,6	3,6	3,5
	5,7	6,1	3,1	1,0	3,8	0,2
Autriche	9,8	13,4	2,9	4,1	- 3,1	7,7
	6,7	7,4	1,4	2,1	13,7	8,0
Belgique	16,1	20,8	9,6	7,5	9,7	7,8
	6,6	9,0	2,3	3,4	13,2	3,0
France	15,9	17,6	7,6	4,9	0,3	3,7
	12,6	14,6	2,7	3,6	10,3	4,4
Italie	25,4	22,2	10,5	5,6	11,1	1,5
	16,1	22,1	3,2	2,5	12,2	5,7
Pays-Bas	13,6	15,1	3,9	4,3	4,9	4,6
	5,0	4,2	0,7	- 1,4	11,7	- 0,3
Royaume-Uni	13,0	24,4	3,0	2,3	2,6	0,7
	13,4	19,5	4,7	4,0	1,3	0,3
Suède	8,6	16,2	1,1	5,3	3,3	0,1
	6,1	10,2	- 4,6	1,5	14,3	3,2
Suisse	9,2	9,7	0,2	1,3	5,4	4,4
	3,7	4,5	3,1	0,2	3,7	1,2
Moyenne non pondérée	13,1	16,0	3,9	3,8	4,0	3,5
	8,0	10,2	1,4	1,4	8,4	2,8

Remarque : Les chiffres relatifs à 1980 sont en partie des estimations.

¹ Taux de salaires pour l'Italie, la France et les Pays-Bas. ² Rémunérations nominales ajustées en fonction de la hausse des prix à la consommation du secteur des ménages. ³ Chiffres ajustés en fonction du temps ouvré. ⁴ De décembre à décembre pour les rémunérations et d'un quatrième trimestre à l'autre pour la productivité, lorsque ces données sont disponibles.

seconde période, et dans la plupart des pays, les rémunérations réelles n'ont guère augmenté, quand elles n'ont pas fléchi, alors que les gains de productivité sont restés en moyenne à un niveau presque aussi satisfaisant qu'en 1974-75. Tel n'a pas été le cas cependant des Etats-Unis, où les salaires réels ont fléchi en 1979-80 mais où, dans le même temps, on n'a enregistré qu'une faible amélioration de la productivité. L'Allemagne constitue une autre exception, puisque les rémunérations réelles et la productivité y ont connu une progression nettement moins prononcée qu'en 1974-75.

L'ajustement interne le plus remarquable à la seconde poussée inflationniste a été réalisé sans aucun doute par le Japon. Malgré la sévérité du choc extérieur, l'application rapide d'une politique monétaire restrictive a permis d'atténuer les pressions exercées par l'économie internationale sur les prix, de sorte que l'inflation n'a guère été alimentée par des sources internes. En même temps, la gravité de la récession de 1974-75, au cours de laquelle la production réelle avait enregistré un fléchissement brutal, a influé sur le comportement des partenaires sociaux dans les négociations salariales. Le souvenir pénible du premier choc pétrolier a davantage sensibilisé les esprits à

l'étroitesse des liens entre les coûts salariaux internes, l'emploi et le revenu réel. Les relations spéciales qui existent au Japon entre les entreprises et leur personnel ont également joué un certain rôle à cet égard. En plus des garanties de l'emploi à vie, les primes — qui représentent environ le quart des revenus du travail — sont établies en fonction de la rentabilité des entreprises. Dans ce contexte, les partenaires sociaux ont dûment tenu compte de la détermination de la banque centrale de contenir les impulsions inflationnistes d'origine externe, ce qui a permis d'éviter une recrudescence de revendications salariales excessives.

Au Royaume-Uni, au contraire, il n'a guère été possible, durant la majeure partie des années soixante-dix, de réduire le rythme tendanciel élevé de l'inflation. Au cours des deux dernières années, le gouvernement a appliqué une politique rigoureuse de freinage de la demande en vue de modifier radicalement les anticipations inflationnistes, dans la perspective surtout des négociations salariales. Les rémunérations se sont néanmoins fortement accrues en 1979, en raison notamment d'un ajustement substantiel des salaires du secteur public consécutif aux propositions de la Commission Clegg d'aligner plus ou moins les rémunérations du secteur public sur celles du secteur privé. Quel que soit le bien-fondé de cet ajustement, son ampleur a conduit à une surenchère dans les revendications salariales. Plus récemment, les autorités ont renoncé à cette conception de l'alignement des salaires et ont cherché à mieux maîtriser l'évolution des rémunérations du secteur public. Dans le secteur privé, par suite d'une nouvelle et sérieuse détérioration de la situation sur le marché du travail, les récentes négociations salariales ont donné des résultats bien inférieurs à ceux qui avaient été obtenus un an auparavant.

A l'inverse de l'amélioration constatée au Japon et dans la plupart des pays européens, l'évolution enregistrée récemment aux Etats-Unis sur le front des salaires a été moins favorable qu'en 1974-75. L'accentuation des pressions exercées sur les coûts de main-d'œuvre est due, au moins en partie, à l'assouplissement graduel du programme de modération des salaires et des prix. La levée complète de ces contrôles au début de 1981 risque d'aggraver les pressions inflationnistes sous-jacentes.

Les incertitudes au sujet du rythme d'inflation et le désir de se prémunir contre les effets néfastes de la montée des prix ont favorisé l'extension des pratiques d'indexation, que ce soit dans le cadre d'arrangements contractuels ou de facto. Si les systèmes appliqués sont bien conçus, ils peuvent contribuer efficacement à atténuer le conflit social que risque d'engendrer la répartition du revenu. Si, par contre, on ne consent pas à des réductions justifiées des revenus réels, l'indexation peut renforcer le mécanisme de transmission des chocs extérieurs sur les coûts et accentuer les pressions inflationnistes. En outre, lorsque d'importantes revendications en faveur d'une amélioration des revenus réels viennent s'ajouter aux augmentations provoquées par l'indexation, on risque d'accélérer considérablement le processus inflationniste. En Suisse, par exemple, où les vives inquiétudes suscitées dans le public par l'inflation s'accompagnent d'attentes de hausses modérées des salaires réels, le recours généralisé à l'indexation de facto n'a pas eu tendance dans l'ensemble à aviver l'inflation. Dans un pays comme l'Italie, en revanche, il apparaît que la présence de systèmes d'indexation, combinés parfois à des relèvements sensibles des salaires réels, a accéléré l'enchaînement inflationniste salaires/prix.

Les politiques monétaires et budgétaires sont-elles suffisantes?

Devant la recrudescence de l'inflation au cours des deux dernières années, les autorités nationales n'ont guère eu d'autre choix que de poursuivre des politiques restrictives de régulation de la demande. Le recours intensif à de telles politiques ne s'inscrivait pas dans un contexte des plus favorables. Le chômage atteignait déjà des niveaux élevés dans de nombreux pays, et l'expérience inflationniste passée marquait encore de son empreinte les anticipations et le déroulement des négociations salariales, de sorte que les salaires et les prix réagissaient de moins en moins aux variations de la demande. Dans ces conditions, on avait tout lieu de penser que, compte tenu de l'expérience antérieure, la réduction de l'inflation ne serait obtenue qu'au prix d'une détérioration sensible du niveau de l'emploi ainsi que de la stabilité politique et sociale. Pour minimiser ces conséquences, les autorités nationales se sont généralement efforcées d'agir directement sur les anticipations, en mettant en avant les implications plus vastes de leur politique. Elles espéraient ainsi parvenir à freiner spontanément l'évolution des salaires et des prix et à réduire à moindre coût la durée du processus d'ajustement.

Dans quelques pays, notamment aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, le recours aux politiques restrictives de régulation de la demande marquait un changement d'attitude par rapport à la préférence longtemps accordée dans le passé aux « politiques des revenus ». En principe, les politiques des revenus, qui comportent un ensemble de dispositions de caractère plus ou moins officiel visant à influencer directement l'évolution des salaires et des prix, ont été longtemps considérées par beaucoup comme une méthode relativement peu onéreuse pour contenir la spirale des salaires et des prix. Cependant, la possibilité d'application, voire la pertinence, de telles politiques dépendent de la structure institutionnelle et de la cohésion sociale propres à chaque pays. En pratique, les politiques des revenus sont difficiles à formuler et à conduire. Quelques pays ont préféré y renoncer complètement, tout au moins dans leur conception plus étroite, alors que d'autres ont estimé qu'elles donnaient à long terme des résultats décevants, allant même parfois à l'encontre du but recherché. Dans certains pays, cependant, elles conservent leur crédit et ont démontré dans l'ensemble leur utilité. En outre, replacées dans un contexte plus large et englobant une vaste gamme de moyens d'action économiques et sociaux, les politiques des revenus peuvent fort bien aller au-delà d'un contrôle des salaires et des prix en tant que tel. On peut en effet concevoir qu'elles comprennent à la fois l'effet d'annonce indirect de la fixation d'objectifs monétaires, les mesures fiscales et l'octroi d'aides, les engagements à l'égard du taux de change, la politique de rémunérations du secteur public, ainsi que les améliorations apportées au marché du travail et au niveau de la production.

Aux Etats-Unis, des directives officielles en matière de prix et de salaires ont été réintroduites vers la fin des années soixante-dix et semblent avoir donné des résultats modérément satisfaisants. Elles ont cependant perdu de leur efficacité lors de l'entrée en fonctions de la nouvelle Administration en 1981 et ont été abandonnées depuis lors.

Au Royaume-Uni, où l'on s'efforce depuis longtemps – sans grand succès il est vrai – d'appliquer des politiques des revenus, des tentatives ont été faites presque tout au long des années soixante-dix pour mettre en place une sorte de politique permanente des revenus. L'indexation avait été abandonnée en 1975, mais des initiatives

relevant de la politique des revenus ont continué d'être prises sur une base annuelle jusqu'en 1978. Au cours du second choc pétrolier, les autorités ont complètement écarté les politiques des salaires, la Commission des prix ayant été dissoute en juillet 1979.

En France, les autorités n'ont pas appliqué de véritable politique des revenus, mais elles en ont adopté certains éléments au cours des années soixante-dix, sous la forme de contrôles des prix et de mesures visant à influencer l'évolution des salaires par le biais de la fixation des rémunérations du secteur public. Dans le cadre du Plan Barre, les prix industriels ont été libérés afin de stimuler la concurrence, mesure qui fut suivie au début de 1980 par la levée de la plupart des contrôles sur les prix de détail. L'attitude des autorités a généralement consisté à aligner grosso modo la progression des salaires moyens sur l'augmentation des prix, tout en autorisant un certain ajustement à la hausse du salaire minimum réel.

La préférence accordée actuellement à la politique et aux objectifs monétaires dans les trois pays mentionnés précédemment n'implique pas pour autant que les politiques des revenus soient partout tombées en désuétude. En Autriche, grâce à une longue tradition de collaboration entre les partenaires sociaux, une limitation des revendications de salaires nominaux a été consciemment acceptée, pour aider précisément à absorber la perte de revenu réel provoquée par le relèvement des prix pétroliers et contribuer à l'amélioration de l'investissement et de la compétitivité internationale. Sous une forme quelque peu différente, une politique des revenus restrictive a également été mise en œuvre aux Pays-Bas. Au terme d'un blocage des salaires de deux mois au début de 1980, les pouvoirs publics ont assujéti les nouvelles augmentations de salaires à certaines limites, réduit les ajustements au titre du coût de la vie et maintenu les contrôles des prix. En contrepartie, ils ont allégé l'impôt sur le revenu pour atténuer le fardeau de l'ajustement. En février 1981, le gouvernement belge est parvenu à obtenir une modération volontaire des salaires pendant deux ans, leur progression étant limitée à la hausse de l'indice des prix à la consommation.

Les pays scandinaves recourent depuis longtemps déjà aux négociations collectives au niveau des organismes centraux, et les autorités se tiennent relativement à l'écart de ces discussions. En Suède, à la suite de la rupture des négociations centralisées sur les revenus en mars 1980, le gouvernement a appliqué un blocage général des prix jusqu'en mai, pour préparer la voie aux négociations de salaires et de rémunérations. Le nouvel accord intervenu à la suite d'un mouvement de grève limite à quelque 10%, compte tenu de la dérive salariale, l'augmentation annuelle des coûts moyens de main-d'œuvre. En Norvège, l'expiration à la fin de 1979 du programme suivi en matière de salaires et de prix a profondément aggravé les pressions inflationnistes. Au Danemark, la composante énergétique a été exclue de l'indice des prix commandant l'évolution des salaires, afin de réduire les pressions s'exerçant sur les marges bénéficiaires et d'affaiblir les liens entre les coûts externes et les coûts internes.

Dans leur acception la plus large, les politiques des revenus peuvent également englober les effets d'anticipation résultant de l'annonce des politiques mises en œuvre. Dans de nombreux pays, les autorités monétaires font connaître publiquement les buts qu'elles se sont fixés afin d'influencer les anticipations en matière de salaires et de prix.

En Allemagne, par exemple, la Bundesbank ne joue aucun rôle direct dans les discussions de salaires et de prix, mais ses normes monétaires constituent un cadre – sous la forme d'une série d'hypothèses sur l'évolution de la situation économique et sur la conduite de la politique – auquel les partenaires sociaux peuvent se référer utilement lors du déroulement des négociations salariales. Un grand nombre de pays recourent actuellement à des objectifs monétaires, mais l'incidence qui en est attendue sur les négociations salariales diffère sensiblement selon les structures institutionnelles. De toute manière, cette méthode comporte le risque de surestimer l'incidence de l'effet d'annonce sur les anticipations en matière de prix. Des incertitudes au sujet de la détermination ou de la capacité des autorités monétaires peuvent très vite compromettre les effets recherchés.

Dans le contexte d'inflation et de chômage qui a caractérisé les années récentes, les autorités nationales ont également recouru à une vaste gamme de politiques de nature essentiellement structurelle: mesures visant à favoriser les économies d'énergie et la substitution de nouvelles sources énergétiques au pétrole, formation professionnelle, programmes d'enseignement général et autres susceptibles d'accroître la productivité et le rythme de croissance de l'offre. En même temps, la prolifération des réglementations gouvernementales a eu tendance, dans certains pays, à faire peser de lourdes charges sur les entreprises du secteur privé. Un allègement de ces contraintes, là où elles paraissent excessives, devrait permettre de développer les capacités d'expansion des entreprises et les rendre plus sensibles aux variations des prix relatifs. L'une des preuves les plus éclatantes de l'efficacité de ces politiques a été fournie par la libération des tarifs aériens aux Etats-Unis.

Les résultats obtenus dans le passé par les politiques des revenus et les politiques structurelles expliquent dans une large mesure la place qu'elles occupent actuellement dans le dosage des moyens d'action des autorités. Les politiques des revenus recèlent certainement des risques potentiels. En calmant temporairement les pressions inflationnistes, elles peuvent inciter les autorités à différer l'application de mesures restrictives. A cela s'ajoute le problème épineux, surtout dans les pays qui pratiquent généralement l'indexation, de tenir dûment compte de la souplesse des salaires et des prix relatifs qu'exige une économie dynamique.

L'expérience récente des Etats-Unis et des pays d'Europe occidentale illustre de manière éloquente certains des dangers d'une politique des revenus inefficace. De même, les coûts d'une restriction sévère de la demande en l'absence d'une telle politique apparaissent clairement dans nombre de pays, particulièrement au Royaume-Uni. La répétition de chocs extérieurs au cours de la dernière décennie ainsi que la persistance de pressions sur les coûts salariaux donnent à penser que la nature du problème macro-économique s'est modifiée de façon radicale. Une politique visant à réduire constamment la demande globale pour répondre à ces poussées répétées des prix et des coûts comporte de nombreux risques – de caractère politique, social et économique. Sur le plan économique, le danger majeur est l'apparition de niveaux de chômage élevés et de faibles taux d'utilisation du potentiel productif avec, pour conséquences, un ralentissement de l'activité, une réduction des marges bénéficiaires et une moindre incitation à investir. Une certaine forme de lutte plus directe contre l'inflation – qu'on l'appelle action concertée, contrat social ou politique des revenus – semblerait devoir

contribuer en principe à assurer la croissance du revenu réel. En pratique cependant, malgré les efforts soutenus mis en œuvre depuis de nombreuses années, les autorités de divers pays ne sont toujours pas parvenues à créer la structure de marché et la cohésion sociale requises pour garantir le succès de ces politiques.

Inflation et croissance: le rôle du secteur public

Les efforts entrepris pour combattre la recrudescence soudaine de l'inflation ont provoqué un essoufflement de la croissance réelle dans la plupart des pays et l'apparition d'une récession caractérisée dans d'autres. Dans le passé, on appliquait généralement dans une telle situation des politiques de relance – sous la forme le plus souvent de mesures discrétionnaires de caractère budgétaire – afin de stimuler l'expansion et de réduire le chômage. Or, cette fois, les attitudes adoptées sont sensiblement différentes. La stimulation de la demande globale ne figure plus au centre des préoccupations; par contre, on s'inquiète presque partout du déséquilibre croissant entre le secteur concurrentiel et le secteur non concurrentiel ou, d'une manière plus générale, entre le secteur privé et le secteur public. On considère généralement ce déséquilibre comme une entrave sérieuse à l'investissement productif et au maintien d'un potentiel de croissance adéquat. Cette façon de voir correspond dans une large mesure au concept de l'économie de l'offre. Tandis que le caractère stimulant des allègements fiscaux en tant que tels est fortement mis en doute, on s'accorde à reconnaître la nécessité, dans maints pays, de freiner la progression du secteur public et de favoriser davantage les investissements en capital fixe, la croissance de la productivité et l'emploi dans le secteur privé. De même, les mesures budgétaires visant uniquement à accroître la production par une stimulation de la demande globale n'ont guère rencontré de faveur.

L'expansion considérable des dépenses du secteur public apparaît de manière évidente dans tous les pays (comme le montre le tableau de la page 26, qui fournit des chiffres pour certaines années à compter de 1961). D'une manière générale, la plus forte augmentation des dépenses a eu lieu après le déclenchement de la première crise pétrolière à la fin de 1973, mais on a également enregistré une progression sensible des transferts sociaux et de la consommation du secteur public durant les années précédentes.

En longue période, on peut normalement s'attendre à une augmentation graduelle des dépenses publiques, exprimées en pourcentage du produit intérieur brut. En d'autres termes, à mesure que le revenu national réel s'accroît, une part plus importante de ce dernier est affectée aux services assurés par le secteur public et à une répartition plus équitable des charges et avantages sociaux. Le rythme spectaculaire de l'accroissement des dépenses publiques au cours des deux dernières décennies, qui s'est accompagné d'un faible taux d'investissement et d'une croissance lente au cours des années soixante-dix, est cependant devenu une source sérieuse de préoccupations pour les autorités. C'est ainsi que de 1961 à 1980, ces dépenses, exprimées en pourcentage du produit intérieur brut, sont passées de 31,0% à 63,2% en Suède et de 35,0% à 60,4% aux Pays-Bas. Même dans des pays comme le Japon et la Suisse, où le rapport dépenses publiques/produit intérieur brut demeure relativement faible, des augmentations notables ont été enregistrées depuis le début des années soixante.

Administrations publiques: dépenses et recettes

Pays	Années	Dépenses			Recettes			Excédent ou déficit (-)
		Consommation publique	Transferts sociaux	Total*	Impôts	Transferts sociaux	Total	
en % du produit intérieur brut								
Allemagne fédérale	1961	13,9	14,3	33,4	24,1	10,1	35,9	2,5
	1967	16,3	16,8	38,2	23,7	10,9	36,3	- 1,9
	1973	18,2	17,0	40,5	25,5	14,2	41,2	0,7
	1979	19,9	20,8	45,6	25,4	16,2	42,7	- 2,9
	1980	20,3	20,7	46,1	25,2	17,3	42,6	- 3,5
Belgique	1961	12,2	15,5	29,8	19,9	7,4	28,4	- 1,4
	1967	13,8	17,6	34,5	22,8	9,5	33,2	- 1,3
	1973	14,8	21,0	39,1	24,9	11,4	36,4	- 2,7
	1979	18,2	28,0	49,9	30,5	12,7	43,2	- 6,7
	1980	18,3	29,5	51,8	30,0	12,9	43,0	- 8,8
Canada	1961	15,4	10,7	30,0	22,7	3,4	26,6	- 3,4
	1967	16,5	12,8	32,1	25,5	5,0	31,0	- 1,1
	1973	18,5	14,0	36,0	28,6	6,3	35,6	- 0,4
	1979	19,7	17,2	38,6	26,9	9,9	36,8	- 1,8
	1980	19,9	18,5	40,1	27,5	10,2	37,8	- 2,3
Etats-Unis	1961	18,0	8,8	29,7	22,5	4,7	27,9	- 1,8
	1967	19,3	9,3	31,8	22,1	6,2	28,9	- 2,9
	1973	17,9	12,1	32,0	23,2	7,9	31,7	- 0,3
	1979	17,3	11,6	31,2	23,9	7,8	31,7	0,5
	1980	17,9	12,7	33,1	24,1	7,8	31,9	- 1,2
France	1961	13,1	18,7	35,7	22,5	13,3	36,2	0,5
	1967	13,0	21,1	39,0	22,6	15,3	38,2	- 0,8
	1973	13,2	21,6	38,5	21,8	16,6	38,6	0,1
	1979	14,9	27,4	45,4	22,5	20,2	44,8	- 0,6
	1980	15,3	27,9	46,3	23,3	21,3	46,6	0,3
Italie	1961	12,7	14,0	30,5	17,0	11,1	28,1	- 2,4
	1967	14,4	17,1	35,0	17,9	13,0	31,0	- 4,0
	1973	15,5	20,5	39,1	15,8	14,5	30,4	- 8,7
	1979	16,1	25,5	45,9	19,3	17,2	36,5	- 9,4
	1980	16,3	25,6	45,6	21,0	16,7	37,7	- 7,9
Japon	1961							
	1967	7,7	6,0	18,3	14,2	4,3	19,2	0,9
	1973	8,3	6,7	25,4	16,5	4,8	22,4	- 3,0
	1979	9,8	14,3	31,3	17,4	9,2	26,6	- 4,7
	1980	10,0	14,7	31,6	18,2	9,4	27,6	- 4,0
Pays-Bas	1961	14,0	15,4	35,0	23,6	9,2	35,0	0,0
	1967	16,2	20,7	42,0	24,9	13,8	40,7	- 1,3
	1973	16,3	27,4	48,1	27,2	19,5	49,2	1,1
	1979	18,9	36,2	58,8	28,8	21,8	55,8	- 3,0
	1980	18,7	37,0	60,4	29,4	21,8	57,1	- 3,3
Royaume-Uni	1961	16,7	13,7	33,3	24,6	6,0	31,4	- 1,9
	1967	18,0	15,2	38,6	28,2	7,3	36,5	- 2,1
	1973	18,4	16,0	41,1	27,3	8,4	36,5	- 4,6
	1979	20,1	19,1	42,4	29,1	10,0	39,1	- 3,3
	1980	21,6	19,6	44,3	30,4	10,2	40,6	- 3,7
Suède	1961	15,9	11,0	31,0	26,3	6,1	33,6	2,6
	1967	19,6	13,7	39,7	31,0	10,2	42,3	2,6
	1973	23,3	18,0	46,1	34,1	13,6	49,0	2,9
	1979	29,1	29,2	62,7	36,5	19,5	59,9	- 2,8
	1980	29,7	29,6	63,2	36,7	20,0	59,7	- 3,5
Suisse	1961	9,7	8,4	18,0	15,7	5,8	22,2	4,2
	1967	10,3	10,1	20,4	16,8	6,1	23,5	3,1
	1973	11,2	12,9	24,2	19,0	8,9	28,9	4,7
	1979	13,1	17,5	30,6	21,0	15,9	38,0	7,4
	1980	13,1	17,8	30,9	22,0	16,1	39,5	8,6

Remarque : Les données relatives à 1980 sont en partie des estimations.

* Sauf pour la Suisse, le montant total des dépenses comprend l'investissement du secteur public et les transferts en capital; pour la Belgique, le montant total des dépenses ne comprend pas les transferts en capital.

Les raisons de cette accélération sont différentes selon les pays. On a partout constaté, ces dernières années, la même tendance des autorités à fonder leurs prévisions de dépenses sur des estimations beaucoup trop optimistes de la croissance et des recettes réelles, et à établir, dans certains cas, des programmes de dépenses en termes réels. Les augmentations relativement fortes des rémunérations dans le secteur public ont également contribué parfois à cette progression rapide des dépenses. En ce qui concerne les transferts sociaux, les indemnités et les prestations sont dans de nombreux cas indexées sur l'inflation et se traduisent quelquefois même par une amélioration graduelle en termes réels. Dans le même ordre d'idées, il convient de mentionner un autre facteur qui a contribué, au niveau des recettes, à d'importants déficits: il s'agit de la tendance, dans divers pays, à ajuster les barèmes fiscaux de manière systématique ou sur une base discrétionnaire, pour tenir compte de l'incidence de l'inflation.

Etant donné l'importance considérable des dépenses du secteur public, il n'est guère surprenant que l'on s'inquiète de plus en plus des répercussions néfastes qui pourraient en résulter: intensification de l'inflation, éviction des investissements du secteur privé et menace d'un ralentissement prolongé de la croissance. Tour à tour, les autorités des divers pays ont annoncé — ou mis à l'étude — des mesures visant à réduire ces dépenses (ces questions sont examinées plus en détail au Chapitre III). Au Royaume-Uni, les programmes de réductions budgétaires ont constitué un élément essentiel des politiques suivies ces deux dernières années. La nouvelle Administration américaine, tout en accordant une grande importance aux effets stimulants des allègements fiscaux, a annoncé de fortes compressions uniformes des dépenses du secteur public. Il convient de noter que, bien que le rapport des dépenses publiques au produit intérieur brut soit relativement faible aux Etats-Unis, on est généralement persuadé que l'évolution des dépenses publiques est restée longtemps « incontrôlée » et que les déficits ont contribué, par le biais de taux d'intérêt élevés, à poser de graves problèmes de financement à l'industrie. Dans de nombreuses économies d'Europe continentale — et notamment en Allemagne, en Italie, dans les pays du Benelux et dans les pays scandinaves — les autorités en sont venues à accorder maintenant une haute priorité à la nécessité de freiner la progression des dépenses du secteur public.

Ce n'est pas un hasard si l'expansion des dépenses des administrations publiques s'est accompagnée d'une augmentation tendancielle de l'inflation. Les engagements à l'égard du plein emploi et l'apparition d'un Etat-providence moderne ont modifié les attitudes et créé un penchant inflationniste dans les économies. Sur les marchés du travail, l'amélioration de la couverture sociale de l'assurance-chômage, l'accroissement des indemnités de chômage et le relèvement continu des salaires minimums ont eu tendance à faire monter inexorablement les coûts de la main-d'œuvre. Ces pressions inflationnistes ont encore été amplifiées par les majorations de la fiscalité sur le revenu, nécessaires au financement des avantages sociaux consentis.

L'importance accrue du secteur public et la lourde charge des transferts sociaux posent en outre le problème, d'un caractère encore plus général, de l'augmentation concomitante de la fiscalité — qu'il s'agisse des particuliers ou des entreprises. La pression fiscale a encore réduit l'incitation à travailler et à investir, et renforcé ce qu'on a appelé la « spirale des impôts et des salaires ».

Dépenses publiques élevées et déficits importants vont souvent de pair, mais, comme le montre le tableau, cette relation est loin d'être étroite. Le Japon, en effet,

qui présente un rapport relativement faible des dépenses publiques au produit intérieur brut, accuse l'un des déficits globaux les plus élevés. En ce qui concerne les déficits du secteur public, un tournant important a été pris lors de la première crise pétrolière, qui a provoqué en 1974-75 une contraction brutale de la demande finale. A cette époque, les autorités nationales estimaient souvent nécessaire d'accepter une augmentation du déficit pour stabiliser l'économie et éviter une récession trop profonde. Un pas supplémentaire fut même franchi dans certains pays avec l'application de mesures budgétaires discrétionnaires destinées à amortir encore davantage le recul de l'activité. Quoi qu'il en soit de cette réponse à la crise, on constate que l'importance relative du déficit s'est accentuée après les premières hausses pétrolières. Dans le contexte actuel, ces déficits plus élevés risquent d'engendrer des anticipations inflationnistes, malgré les efforts mis en œuvre par les autorités pour réaliser leurs objectifs monétaires.

L'alourdissement de la fiscalité et l'incertitude provoquée par l'inflation ont porté un rude coup à l'investissement. En dépit de la difficulté d'isoler l'incidence des éléments cycliques, le taux de croissance de l'investissement productif dans les principaux pays industrialisés a été inférieur de plus de moitié, au cours de la dernière décennie, à celui que ces pays avaient enregistré durant les vingt-cinq années précédentes. Cette chute des dépenses d'investissement est des plus inquiétantes, compte tenu des efforts considérables de restructuration industrielle qu'impose l'ajustement des économies aux relèvements des prix de l'énergie. Bien qu'il soit nécessaire de stimuler l'investissement pour rétablir le potentiel de croissance des économies, des allègements fiscaux axés sur l'offre risquent à court terme d'aviver l'inflation. Le développement de la formation brute de capital fixe aura tendance à accroître la productivité, mais cette amélioration ne se fera sentir qu'au bout d'un certain temps, alors que l'expansion des dépenses affectera immédiatement la demande. C'est pourquoi l'application de politiques axées sur l'offre commande une certaine prudence, afin de ne pas ralentir ni compromettre les résultats obtenus sur le front de l'inflation.

Se libérer du penchant inflationniste ne pourra se faire sans difficulté ni sans douleur. Les instruments traditionnels de gestion de la demande, et notamment les politiques monétaires et budgétaires, doivent demeurer les armes maîtresses de la lutte contre la hausse des prix. Mais, pour rendre la tâche plus facile, d'autres concours pourront s'avérer utiles, tels que les politiques des revenus, les mesures d'économie d'énergie et de substitution de sources énergétiques nouvelles au pétrole, ainsi que des aménagements d'ordre réglementaire. La nouvelle orientation adoptée avec courage par les pouvoirs publics devrait porter ses fruits, mais, en dernière analyse, on ne peut obtenir l'appui du public pour un retour à la stabilité des prix qu'à la condition expresse que chacun soit conscient des coûts qu'engendre l'inflation. A l'heure actuelle, il a été largement admis que, par ses effets néfastes sur la croissance de la productivité, l'inflation a réduit la capacité des économies de satisfaire les besoins sociaux. La question primordiale qui se pose pour la décennie 1980 est de savoir si les autorités pourront continuer à se prévaloir de ce soutien à leurs politiques anti-inflationnistes.

III. PRODUCTION, EMPLOI ET CONTRAINTE ÉNERGÉTIQUE

La forte hausse des prix du pétrole et des autres matières premières depuis la fin de 1978 a été en partie à l'origine de la nouvelle récession qui, l'an dernier, a frappé les économies industrialisées du monde occidental. Dans la plupart des pays, la production industrielle a fléchi à un moment ou à un autre de l'année et le niveau moyen du chômage s'est élevé. La récession a toutefois été généralement moins sévère qu'en 1974-75.

Cette évolution s'est inscrite dans le cadre de politiques de régulation de la demande qui ont été relativement et convenablement restrictives, et le sont demeurées, bien que le fardeau des restrictions ait pesé essentiellement sur la politique monétaire. Cependant, cette approche de l'ajustement à court terme au nouveau choc extérieur des prix a été mieux utilisée qu'en 1974-75, étant donné que les autorités ont réagi plus rapidement et avec davantage de détermination. Comme en témoigne le Chapitre II, elle a été en outre assez efficace. Le présent chapitre examine les autres formes de réaction aux deux chocs pétroliers et s'efforce de déterminer si, et dans quelle mesure, elles sont allées aussi dans la bonne direction, compte tenu notamment des impératifs de croissance à plus long terme de l'activité économique.

Le chapitre passe en revue l'évolution de la production et la situation sur les marchés du travail, puis se livre à un examen comparé des réactions et des ajustements observés dans les économies industrielles en liaison avec le second choc pétrolier. Il étudie d'abord le comportement de la politique budgétaire et fait ensuite ressortir l'amélioration constatée au niveau des bénéfices et de l'investissement dans le secteur privé de l'économie par rapport à 1974-75. Il compare enfin la vigueur relative des réactions de la demande interne dans les divers pays et analyse, en conclusion, la contrainte sévère que la situation énergétique continue d'imposer aux perspectives de croissance future et de réduction du chômage.

Production

Dans les pays industrialisés considérés dans leur ensemble, l'expansion de la production s'est sensiblement ralentie l'année dernière, sous l'effet conjugué des nouvelles impulsions inflationnistes d'origine externe et de l'orientation généralement assez restrictive des politiques de régulation de la demande. La production globale s'est probablement accrue d'un peu plus de 1%, contre 3,3% en 1979 et 3,9% en 1978. A ce stade tout au moins, la réaction au second choc pétrolier apparaît moins violente qu'en 1974-75, puisque la production n'avait progressé que de 0,6% au cours de la première année, et avait même baissé de 0,5% pendant l'année suivante. Elle a été beaucoup moins vive en particulier dans le domaine de la formation brute de capital fixe du secteur privé et, fait plus important, dans la constitution des stocks. On constate également une plus grande stabilité dans le comportement des consommateurs: le tableau de la page 45 montre, par exemple, que le taux de l'épargne, s'il est demeuré élevé dans la plupart des pays, n'a pas connu une ascension aussi brutale qu'après 1973.

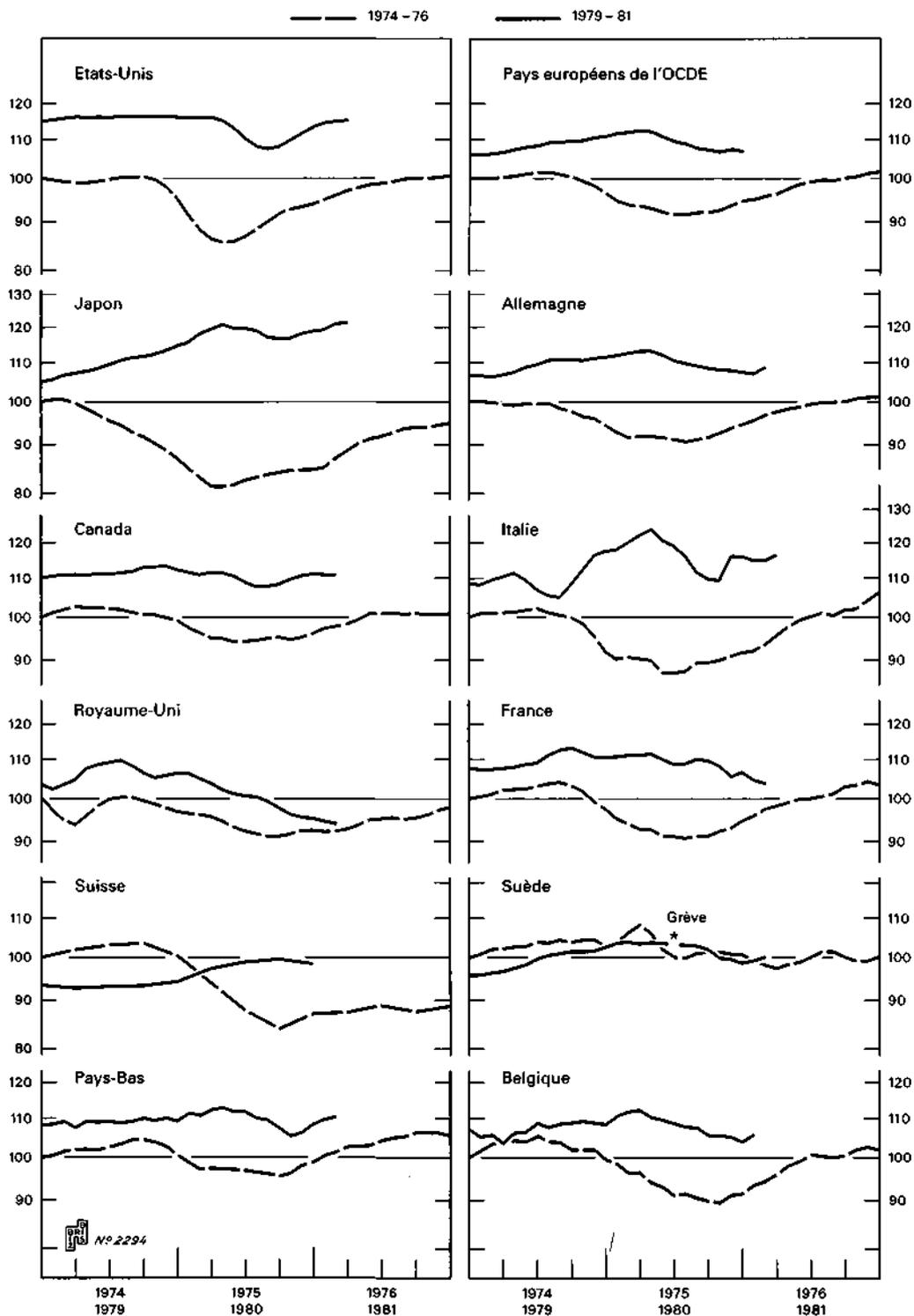
Si l'on en juge d'après l'évolution de la production industrielle, la récession s'est déclenchée avec un synchronisme remarquable dans le monde industrialisé vers la fin du premier trimestre de l'année dernière. Elle a cependant revêtu un aspect extrêmement différent aux Etats-Unis par rapport aux autres pays. La baisse de la production américaine s'est produite entièrement au deuxième trimestre, avec un fléchissement de près de 10%, en taux annuel, du produit national brut. Rétrospectivement, on peut imputer pour une large part cette forte régression aux politiques d'encadrement du crédit introduites en mars 1980, alors que l'économie souffrait déjà des niveaux exceptionnellement élevés des taux d'intérêt. D'avril à juin, le volume des dépenses en biens de consommation durables a diminué de 13% (en taux trimestriel) et celui des investissements dans la construction de logements de pas moins de 20%. Puis, avec le

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

Pays	Années	Produit national brut en volume	Consommation		Formation brute de capital fixe			Exportations	Importations	Variations des stocks*
			secteur privé	secteur public	secteur privé					
			investissements productifs	logement	secteur public	variations annuelles, en %				
Etats-Unis	1977	5,5	4,9	3,2	11,9	18,4	- 6,5	2,8	7,8	0,9
	1978	4,8	4,7	1,5	9,1	3,0	- 6,2	12,6	12,8	1,0
	1979	3,2	2,9	2,4	6,5	- 5,3	- 5,6	15,2	6,0	0,7
	1980	- 0,2	0,4	3,1	- 3,0	- 18,6	1,3	9,7	- 0,1	- 0,2
	1980 IV	- 0,3	0,5	2,0	- 4,3	- 12,9	- 1,6	- 1,7	- 3,3	- 0,5
Japon	1977	5,3	3,8	3,9	2,5	1,7	11,6	11,4	4,1	0,7
	1978	5,1	4,7	5,1	6,6	6,6	16,1	0,2	6,5	0,6
	1979	5,6	6,2	4,0	12,5	- 1,0	3,0	6,6	14,7	1,2
	1980	4,2	1,3	2,0	6,4	- 9,1	- 4,5	19,2	- 3,9	0,8
	1980 IV	3,5	1,2	2,8	5,7	- 10,5	- 2,2	14,5	- 7,7	0,1
Allemagne fédérale	1977	2,8	3,5	0,5	7,1	2,8	- 4,8	4,3	4,7	1,2
	1978	3,6	4,0	4,2	5,5	4,0	5,0	4,1	5,2	0,8
	1979	4,5	3,3	3,3	10,0	6,3	6,1	5,4	11,2	2,3
	1980	1,8	1,5	2,4	4,0	3,1	3,7	5,5	5,9	1,9
	1980 IV	- 0,5	1,1	0,8		- 0,7		2,0	1,3	1,5
France	1977	3,0	3,2	1,4	1,6	- 2,9	- 6,3	8,5	2,2	1,0
	1978	3,7	4,7	4,3	3,7	- 1,7	- 3,0	6,6	6,1	0,7
	1979	3,5	3,5	1,6	6,0	- 0,5	1,7	6,7	11,3	1,7
	1980	1,2	2,1	2,5	3,4	- 1,0	1,4	3,4	8,4	1,8
	1980 IV	- 0,4	1,8	2,9	- 1,5		- 2,7	1,7	5,2	1,6
Royaume-Uni	1977	1,0	- 0,6	- 1,2	8,1	- 6,5	- 13,1	6,7	1,2	1,2
	1978	3,6	6,0	2,1	10,3	14,3	- 8,6	1,8	3,9	0,8
	1979	1,1	4,7	2,0	2,7	- 13,6	- 4,0	2,1	11,1	1,4
	1980	- 1,4	0,6	2,1	1,8	- 14,2	- 5,6	0,4	- 3,5	- 1,6
	1980 IV	- 2,9	- 0,2	2,7	- 2,2	- 32,8	- 10,0	- 3,9	- 11,7	- 3,3
Italie	1977	1,9	2,3	2,3	- 0,9	1,2	- 0,7	6,6	- 0,2	1,2
	1978	2,7	3,0	2,3	- 0,1	1,2	- 2,0	10,1	8,1	0,9
	1979	4,9	5,3	1,6	7,9	3,0	3,0	9,1	13,8	1,7
	1980	4,0	4,4	2,0	13,4	3,8	7,1	- 4,3	7,9	3,6
	1980 IV	0,5	1,6			5,7		- 9,5	- 2,4	
Canada	1977	2,2	2,8	3,4	1,1	- 5,1	0,0	6,9	2,1	0,1
	1978	3,4	3,0	0,9	2,2	- 3,8	- 2,1	9,9	4,4	0,1
	1979	2,7	1,9	- 1,0	9,4	- 7,5	- 0,8	2,3	5,9	1,6
	1980	0,1	0,6	0,6	8,6	- 9,8	1,3	1,0	- 2,8	- 0,6
	1980 IV	0,7	2,3	2,1	7,1	- 8,7	1,0	4,5	1,7	- 1,6

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

Production industrielle pendant les deux périodes de chocs extérieurs des prix*



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

recul tout aussi prononcé des taux d'intérêt à court terme, l'activité économique a commencé de se redresser avec une vigueur inattendue au cours du second semestre.

Dans les autres pays, en revanche, la récession s'est installée de manière plus progressive. Dans plusieurs cas, elle a même été immédiatement précédée d'une expansion assez vigoureuse. Ainsi, au Japon, la croissance de la production industrielle s'est même accélérée alors qu'elle approchait de son point supérieur d'inflexion. Et encore, lorsque ce sommet fut atteint, la régression de l'activité n'a pas été cette fois fortement prononcée en valeur absolue. Cette évolution contraste nettement, comme

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		secteur public		
				investissements productifs	logement					
variations annuelles, en %										
Autriche	1977	4,4	4,3	6,8	3,7	4,7			5,2	8,8
	1978	1,0	0,9	- 2,2	3,5	- 4,7			6,1	- 1,4
	1979	5,1	3,6	4,7	3,0	4,2			9,1	11,1
	1980	3,6	3,1	1,6	2,0	4,4			9,3	7,9
Belgique	1977	0,7	0,7	2,0	3,3	- 1,8	1,8	0,4	13,2	15,3
	1978	3,0	3,1	2,7	6,5	1,0	6,4	- 4,0	4,3	4,4
	1979	2,1	1,8	4,6	2,7	3,9	- 12,5	13,4	10,4	13,9
	1980	1,7	1,3	1,6	1,0	10,8	- 0,9	11,7	8,5	8,4
Danemark	1977	1,8	2,0	0,3	2,3	2,7	- 13,3	. ²	4,7	- 1,1
	1978	1,3	1,6	- 0,7	5,5	0,0	3,6	. ²	3,8	1,6
	1979	3,5	3,3	3,0	5,4	- 2,5	- 4,2	. ²	9,3	6,0
	1980	- 1,0	0,2	- 4,0	5,5	- 12,5	- 25,0	. ²	6,0	7,5
Espagne	1977	2,6	3,6	1,9	3,7	- 1,2			14,4	10,3
	1978	2,7	4,0	1,5	5,5	- 4,0			10,6	- 1,1
	1979	0,8	1,0	2,1	3,8	- 0,4			5,7	11,7
	1980	1,3	1,2	0,8	2,5	1,0			3,4	3,5
Finlande	1977	0,4	1,8	- 1,4	4,1	- 10,6	5,0	- 0,1	9,4	- 6,2
	1978	2,3	2,7	2,8	3,8	- 14,1	- 1,7	0,8	8,1	- 3,1
	1979	7,2	2,1	5,0	3,3	9,8	- 3,5	0,8	8,6	16,4
	1980	4,9	7,1	2,6	3,5	17,9	3,1	3,8	9,0	11,6
Norvège	1977	3,6	5,7	6,9	4,6	- 10,1	2,9	31,2 ³	3,6	3,4
	1978	4,5	6,7	- 1,6	5,7	- 23,0	9,1	- 3,5 ³	8,4	- 13,5
	1979	4,5	1,7	2,3	3,9	- 8,6	3,0	- 6,0 ³	2,5	- 0,7
	1980	3,8	1,2	1,7	4,2	3,8	1,1	- 0,3 ³	1,4	4,0
Pays-Bas	1977	2,4	3,0	4,4	3,2	18,4	15,9	- 11,6	- 1,8	2,9
	1978	2,5	2,1	3,9	3,6	6,2	2,7	- 2,5	3,1	6,4
	1979	2,2	2,8	2,2	2,9	3,8	- 5,2	- 5,7	7,7	5,8
	1980	- 0,3	0,0	0,0	1,0	- 1,5	3,3	- 1,3	- 0,5	- 0,3
Suède	1977	- 2,4	1,0	- 0,9	2,9	- 7,3	- 2,1	- 0,3	2,1	- 3,2
	1978	1,4	2,7	- 0,8	3,1	- 22,9	15,4	0,0	8,3	- 5,3
	1979	3,7	1,8	2,7	4,3	10,7	3,1	0,7	5,8	13,0
	1980	2,2	0,6	0,3	2,9	3,6	- 8,0	4,6	- 0,7	1,3
Suisse	1977	2,8	3,0	3,0	0,5	0,3	7,5	. ²	9,3	8,5
	1978	0,3	0,0	2,2	1,0	4,3	13,7	. ²	4,1	11,4
	1979	2,5	0,7	1,1	1,3	3,5	12,0	. ²	3,8	6,9
	1980	2,8	3,3	2,2	1,0	11,5 ³	8,5 ³	. ²	5,0	7,0

⁰ = estimation

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 Comprend les entreprises publiques.

le montre le graphique, avec le fléchissement sensible de près de 20% observé en 1974-75 entre le maximum et le minimum. En mars 1981, la production industrielle n'a enregistré qu'une légère reprise en taux annuel. D'ailleurs, comme l'inflation a été beaucoup moins élevée que lors du choc précédent, les autorités japonaises ont commencé à appliquer un certain nombre de mesures d'incitation destinées à relancer la production — mais elles ont pratiquement été les seules à s'engager dans cette voie.

En Allemagne, le sommet conjoncturel atteint au printemps de 1980 avait également été précédé d'une période de croissance assez vigoureuse mais, compte tenu de l'important déficit de la balance des paiements, les autorités n'ont pas voulu recourir à des mesures monétaires pour enrayer la récession. Les Pays-Bas et la Belgique ont eu, eux aussi, une marge de manœuvre réduite du fait de la situation des comptes extérieurs et du déficit du secteur public. L'économie italienne, qui avait fait preuve d'un dynamisme remarquable, mais inégal, tout au long de l'automne et de l'hiver 1979-80, est jusqu'à présent mieux parvenue qu'en 1974-75 à maintenir les niveaux de la production. Mais les pressions qui se sont exercées sur la monnaie au début de 1981 ont contraint plus récemment le gouvernement à appliquer un certain nombre de mesures restrictives. L'économie suisse a été la seule, au sein du monde industrialisé, à ne pas enregistrer de décélération de la croissance l'année dernière, l'expansion du PNB se situant aux alentours de 2 $\frac{3}{4}$ %, soit légèrement au-dessus des 2 $\frac{1}{2}$ % réalisés en 1979.

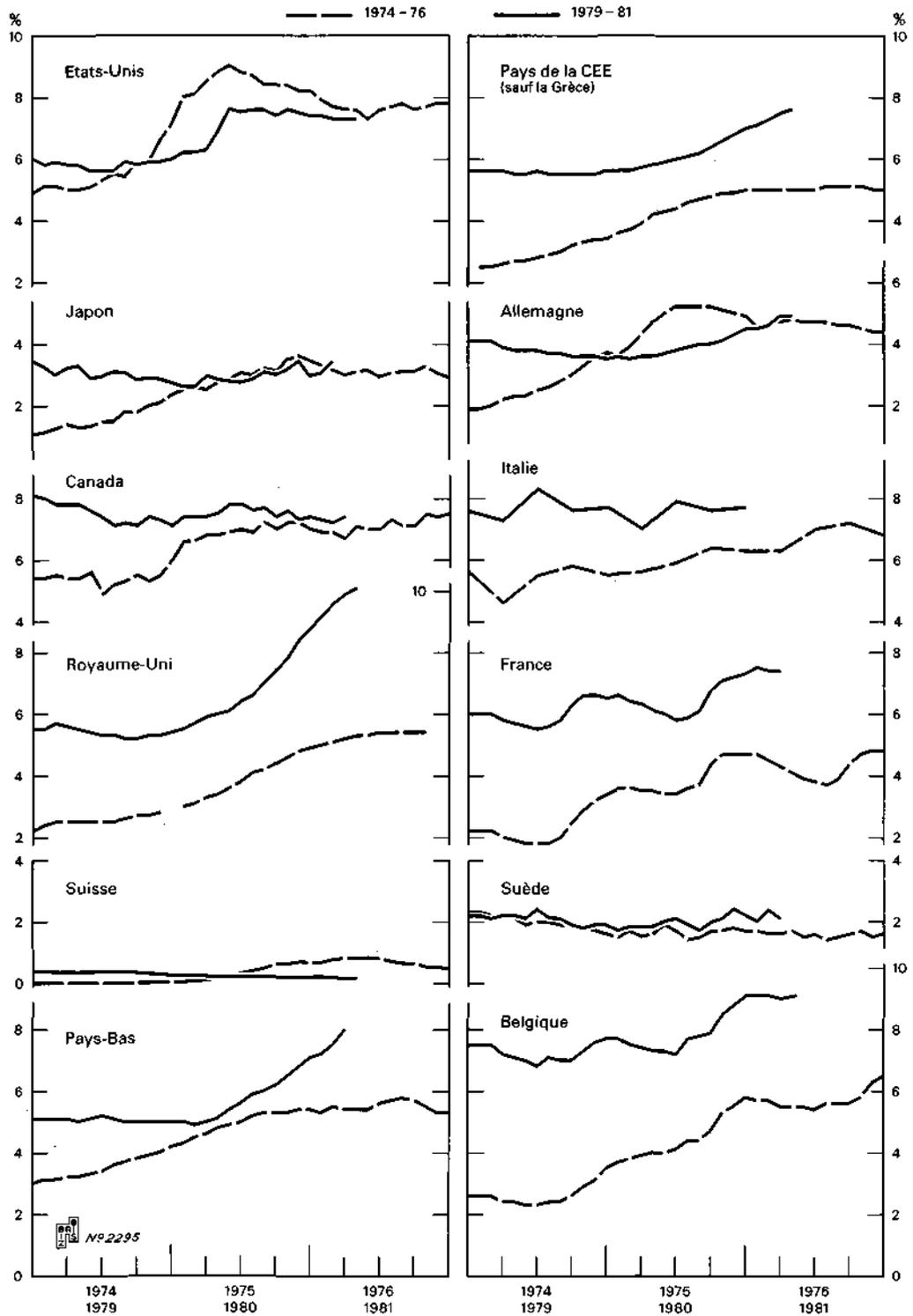
Le cas du Royaume-Uni est assez exceptionnel. Bien que l'économie britannique ait été plus ou moins protégée des effets directs du nouveau choc extérieur, du fait que la production de pétrole du Royaume-Uni suffit à ses besoins, la récession s'est révélée beaucoup plus sévère qu'ailleurs. Elle a également commencé plus tôt, comme l'atteste le graphique, qui montre le fléchissement pendant près de deux années de la production industrielle. Cet indice ne tient cependant pas compte de l'augmentation de la production de pétrole de la Mer du Nord. Pour l'industrie manufacturière considérée isolément, la récession a même été plus profonde. En février, la production de ce secteur accusait une baisse d'environ 15% sur une année et un recul total de quelque 20% par rapport au précédent sommet. Mesurée en termes de produit national brut, la baisse de 1 $\frac{1}{2}$ %, l'année dernière, et de 3% du quatrième trimestre 1979 au quatrième trimestre 1980 constitue la régression la plus marquée depuis la seconde guerre mondiale.

Evolution de la situation sur le marché du travail

En 1980, le chômage a commencé à s'aggraver dans presque tous les pays. Le niveau de l'emploi a baissé, mais il n'a été inférieur, en moyenne annuelle, à celui de 1979 que dans quelques cas seulement, comme en Belgique, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni. En même temps, on a constaté un ralentissement des gains de productivité dû en grande partie à des facteurs cycliques, les résultats enregistrés à cet égard ayant même été particulièrement médiocres en Amérique du Nord et au Royaume-Uni.

Aux Etats-Unis, le chômage s'est fortement aggravé au deuxième trimestre de 1980, pour fléchir ensuite progressivement — sans jamais atteindre cependant le niveau record de 1974-75. Au Canada, où la seconde crise pétrolière a été abordée avec

Taux de chômage pendant les deux périodes de chocs extérieurs des prix*



* Dans le cas du Japon, il s'agit du rapport entre le nombre de chômeurs et les offres d'emploi.

un nombre de chômeurs sensiblement plus élevé que lors de la première, le chômage a reculé sur l'ensemble des deux années écoulées. Au Japon, l'expansion continue de la production en 1979 et au début de 1980 s'est traduite par une certaine amélioration du rapport offre/demande de main-d'œuvre — indicateur qui permet, mieux que les statistiques japonaises sur le chômage, de mesurer la situation sur le marché du travail — malgré une certaine détérioration amorcée vers le milieu de l'année par suite d'un infléchissement de l'évolution tendancielle de la production.

En Europe, la situation est toutefois légèrement différente, en ce sens que le chômage a continué en moyenne de progresser entre les deux chocs pétroliers. Ainsi, dans les pays de la CEE, son taux moyen dépassait de quelque trois points, au début de 1979, le niveau de fin 1973. Cet accroissement tendanciel a été particulièrement net en Belgique, en France et au Danemark. De plus, dans ces pays, tout comme au Royaume-Uni, le nombre de demandeurs d'emploi a recommencé de s'accroître au cours de l'année dernière.

En Allemagne, par contre, le chômage n'a pas atteint à ce jour les niveaux enregistrés lors de la première crise pétrolière. En fait, tout au long de 1979 et pendant les premiers mois de 1980, il a même légèrement fléchi. Ce meilleur comportement de l'Allemagne s'explique en partie par le fait que la population active indigène n'a guère augmenté au cours de la dernière décennie, tandis qu'un grand nombre de travailleurs étrangers ont regagné leur pays durant la première crise pétrolière. Au milieu de l'année dernière, cependant, une tendance ascendante s'est dessinée, qui a porté le taux au niveau actuel de 5% environ, alors qu'il avait atteint son point le plus bas en février 1980 avec 3,5%. En Suisse également, la population active a diminué, mais les départs de travailleurs étrangers ont été relativement plus nombreux, spécialement en 1974-75. De plus, l'économie helvétique a connu une activité soutenue en 1980 et, vers la fin de l'année, des tensions sont apparues sur le marché du travail. En Suède aussi, le nombre de chômeurs est demeuré relativement faible, mais pour d'autres raisons. Au cours du premier choc pétrolier, l'activité économique avait été délibérément maintenue à un niveau assez élevé et, depuis lors, les pouvoirs publics n'ont cessé d'intervenir massivement pour contenir le chômage par des programmes de formation professionnelle, d'aides à l'emploi et d'autres formes d'assistance à l'industrie. A des degrés variables, les gouvernements des pays européens et du Canada ont poursuivi, et dans certains cas intensifié, leurs programmes d'action directe contre le chômage, destinés souvent à améliorer la situation des jeunes.

A noter cependant que, si les autorités consentent généralement à soutenir l'emploi de manière directe — bien que dans des proportions limitées — la plupart se refusent, par contre, à recourir plus intensément aux politiques budgétaires et monétaires pour parvenir à ce résultat. En tout état de cause, elles ne sont pas disposées à utiliser à cette fin les politiques traditionnelles de stimulation de la demande. Au contraire, un grand nombre de gouvernements, sinon la majorité, semblent à présent convaincus que la gestion restrictive de la demande offre la meilleure chance — si ce n'est la seule — de retrouver progressivement, par la maîtrise de l'inflation, des niveaux d'emploi plus satisfaisants.

Quels que soient les moyens mis en œuvre, les efforts entrepris pour résorber le chômage risquent de se heurter, dans de nombreux pays, au problème de l'augmentation passée ou de l'accroissement futur de la population active (voir tableau ci-après).

Emploi, chômage et population active, 1970-80.

Pays	1970-75			1975-80			1970-80		
	Emploi	Chômage	Popula- tion active	Emploi	Chômage	Popula- tion active	Emploi	Chômage	Popula- tion active
variations, en % *									
Etats-Unis	+ 7,8	+ 3,6	+ 12,0	+ 14,7	- 1,4	+ 13,1	+ 23,7	+ 2,2	+ 26,6
Japon	+ 2,5	+ 0,7	+ 3,3	+ 6,0	+ 0,1	+ 6,1	+ 8,7	+ 0,8	+ 9,6
Allemagne fédérale . .	- 5,2	+ 4,0	- 1,7	+ 1,6	- 0,9	+ 0,8	- 3,8	+ 3,1	- 0,9
France	+ 1,7	+ 1,5	+ 3,5	+ 2,3	+ 2,6	+ 4,8	+ 4,1	+ 4,1	+ 8,5
Royaume-Uni	+ 0,9	+ 1,3	+ 2,1	- 0,9	+ 2,9	+ 2,3	+ 0,1	+ 4,2	+ 4,5
Italie	+ 2,4	+ 0,5	+ 2,5	+ 5,0	+ 1,7	+ 7,3	+ 7,5	+ 2,2	+ 10,0
Canada	+ 17,2	+ 1,1	+ 18,8	+ 14,8	+ 0,5	+ 15,5	+ 34,6	+ 1,6	+ 37,3
Belgique	+ 2,2	+ 2,4	+ 4,9	+ 1,2	+ 4,2	+ 4,7	+ 3,5	+ 6,6	+ 9,8
Pays-Bas	- 0,7	+ 4,1	+ 2,5	+ 2,2	+ 0,6	+ 3,0	+ 1,4	+ 4,7	+ 5,6
Suède	+ 5,4	+ 0,1	+ 5,5	+ 4,2	+ 0,4	+ 4,6	+ 9,8	+ 0,5	+ 10,4
Suisse	- 3,4	+ 0,3	- 3,1	- 0,4	- 0,1	- 0,4	- 3,8	+ 0,2	- 3,5

* Pour l'emploi et la population active, variations en % au cours de la période. Pour le chômage, variations en valeur absolue du taux de chômage.

Au cours de la dernière décennie, cette progression a été considérable aux Etats-Unis et a même pris des proportions spectaculaires au Canada. A cela deux raisons importantes: le nombre croissant des jeunes arrivant en fin de scolarité et une forte augmentation tendancielle du nombre des femmes mariées qui cherchent à occuper un emploi. L'aptitude de l'économie américaine à fournir de nouveaux emplois au cours des dix dernières années a donc été remarquable. En Europe également, d'ailleurs, certains pays sont parvenus, malgré les difficultés rencontrées au cours de la décennie, à proposer un nombre croissant de postes de travail. Le tableau illustre la situation particulièrement satisfaisante à cet égard de la Suède, de l'Italie et de la France. Au Japon, les effectifs employés ont augmenté de près de 9% entre 1970 et 1980. Il convient de tenir compte de ces données pour porter un jugement sur la performance globale des diverses économies dans le domaine du chômage.

L'évolution de la population active a également pu avoir une certaine incidence sur les tendances récentes de la productivité globale (voir tableau ci-après) même si, à l'évidence, elle n'explique pas tout. On est néanmoins frappé par les résultats particulièrement médiocres de la productivité enregistrés récemment aux Etats-Unis et au Canada. D'un autre côté cependant, la perspective d'un ralentissement de la progression de la population active de ces deux pays, ainsi que l'acquisition graduelle de qualifications et de compétences par les jeunes entrés sur le marché, permettent d'escompter avec le temps une amélioration des gains tendanciels de productivité.

Dans les autres pays, le ralentissement de l'expansion de la production est allé de pair, l'an passé, avec une modération des gains de la productivité globale. Au Japon et en Italie, où la production s'est montrée assez vigoureuse – du moins dans la première partie de l'année – la productivité s'est accrue de 3,1% et 2,6% respectivement; ces chiffres, en apparence satisfaisants, sont cependant inférieurs d'un tiers et de moitié respectivement aux normes des années soixante et du début des années soixante-dix. A

Evolution tendancielle de la productivité globale *

Pays	1960-73	1973-76	1977	1978	1979	1980
	variations annuelles moyennes, en %					
Etats-Unis	2,1	0,0	1,9	0,1	0,5	-0,4
Japon	9,1	2,4	3,9	3,8	4,2	3,1
Allemagne fédérale	4,5	4,8	3,0	3,0	3,2	1,1
France	4,7	3,1	1,3	3,3	3,4	1,0
Royaume-Uni	3,0	1,0	0,7	2,0	-0,2	-0,3
Italie	5,7	0,7	0,8	2,2	3,7	2,6
Canada	2,5	0,8	0,4	0,0	-1,2	-2,6
Belgique	4,3	2,8	0,9	3,0	1,0	0,6
Pays-Bas	4,0	2,8	2,2	2,1	1,3	-1,0
Suède	3,3	0,9	-2,7	1,0	2,1	1,0
Suisse	2,9	0,6	2,6	-0,3	1,8	1,3

* Produit national (ou intérieur) brut en volume par rapport à l'emploi dans le secteur civil.

l'autre extrémité figure le Royaume-Uni où, malgré l'augmentation de la production nationale de pétrole et la diminution sensible de près de 2%, l'an dernier, des effectifs employés, la sévérité de la récession a suffi à provoquer une baisse en valeur absolue du produit intérieur brut par personne employée. Dans l'industrie de transformation, cependant, la compression des bénéfices semble avoir été si prononcée qu'elle s'est traduite par un recul marqué du nombre moyen d'heures de travail. Ainsi, en termes de production unitaire par heure ouvrée, la productivité n'a que légèrement fléchi en 1980.

Les perspectives d'évolution de la productivité sont mitigées. D'un côté, une reprise cyclique de la production, même lente et modérée, devrait amener une amélioration certaine dans la plupart des pays. D'un autre côté, les niveaux généralement plus faibles de l'investissement fixe dans l'industrie durant la dernière décennie ont sans aucun doute réduit le potentiel productif de maintes économies et risquent de créer un inquiétant déséquilibre entre l'offre de main-d'œuvre et l'offre de capital. Divers pays européens se voient en outre confrontés à un autre problème: toute nouvelle augmentation de la proportion des jeunes dans la population active tendra à amplifier les effets néfastes exercés sur la productivité par la croissance tendanciellement faible de l'investissement, le relèvement des prix de l'énergie et le ralentissement inévitable et généralisé de la croissance. Dans ces conditions, de nombreux pays accordent actuellement une attention nouvelle aux problèmes du secteur public et aux possibilités qu'offre la politique budgétaire pour aider à développer et à stimuler l'investissement dans le secteur privé.

Politique budgétaire

Dans un monde caractérisé par la stagflation, des taux d'inflation élevés et une faible croissance tendancielle de l'activité économique, il est particulièrement difficile d'évaluer l'orientation de la politique budgétaire. Dans certaines circonstances – lors des deux chocs pétroliers par exemple – l'ampleur du fléchissement de l'activité du

secteur privé peut justifier une augmentation compensatoire du déficit du secteur public, du moins pendant un certain temps. C'est ce qui s'est manifestement produit après le premier choc pétrolier, où l'on a assisté à une forte détérioration des finances publiques. Paradoxalement, à l'exception des Etats-Unis, ce mouvement n'a généralement pas été inversé et, dans certains pays, en particulier en Suède, au Danemark, aux Pays-Bas, en Belgique et au Japon, le déficit budgétaire des administrations publiques s'est accru par rapport au revenu national. On craignait donc que la persistance de ces déficits n'alimente la hausse continue des prix et/ou ne recèle des menaces de hausses ultérieures. En même temps, certains observateurs laissaient entendre que des déficits budgétaires élevés et durables risquaient d'«évincer» une partie de l'activité du secteur privé, malgré l'ampleur du chômage et du sous-emploi des capacités. Enfin, à la suite des récents relèvements des prix du pétrole, un grand nombre de pays se sont évertués à en limiter les effets négatifs sur les balances des paiements – contrepartie inéluctable du nouvel excédent de l'OPEP.

Cette persistance de déficits importants dans le secteur public permet difficilement de se faire une idée exacte de l'orientation de la politique budgétaire. Dans quelle mesure, en effet, les déficits compensent-ils simplement l'érosion, par l'inflation, de la valeur réelle des actifs financiers du secteur privé? Dans quelle mesure cette «compensation» devrait-elle dépendre des efforts déployés par ce secteur pour préserver la valeur réelle de son patrimoine en augmentant la proportion de son épargne financière? Dans quelle mesure faudrait-il ajuster ces déficits pour tenir compte de l'évolution conjoncturelle? Cette dernière question se subdivise en deux. Quelle hypothèse de taux de chômage peut-on raisonnablement retenir à présent pour calculer les soldes des budgets de plein emploi? Et comment supposer, après plus de cinq années de déficits substantiels, que l'on se trouve toujours en présence d'effets cycliques et non devant

Besoins d'emprunt nets des administrations publiques¹

Pays	1970-73	1974-76	1977	1978	1979	1980
	moyennes annuelles, en % du produit national brut					
Etats-Unis	0,2	-1,5	-1,0	-0,0	0,5	-1,2
Japon	1,0	-2,0	-3,8	-5,5	-4,7	-4,0
Allemagne fédérale	0,2	-3,6	-2,4	-2,7	-2,9	-3,5
France	0,8	-0,7	-0,8	-1,8	-0,6	0,3
Royaume-Uni	-0,3	-4,6	-3,4	-4,3	-3,3	-3,7
Italie	-7,4	-9,6	-7,9	-9,7	-9,4	-7,9
Canada	0,5	-0,8	-2,6	-3,1	-1,8	-2,3
Belgique	-2,2	-4,2	-5,7	-6,2	-6,7	-8,8
Pays-Bas	-0,1	-1,7	-1,5	-2,1	-3,0	-3,3
Suède ²	4,9	3,0	2,0	-0,1	-2,8	-3,5
Danemark	3,7	0,7	-1,7	-2,2	-3,3	-3,3
Norvège	4,4	3,9	1,7	0,6	1,7	5,1

¹ Un chiffre négatif indique des besoins d'emprunt nets, c'est-à-dire un déficit. Les administrations publiques englobent l'administration centrale, les collectivités locales, y compris les caisses de sécurité sociale, mais ne comprennent pas les entreprises nationalisées. Les besoins d'emprunt nets ne comprennent pas les transactions purement financières du secteur public et, dans certains pays, ils sont sensiblement inférieurs aux besoins d'emprunt (bruts) du secteur public.

² Englobe le Fonds national de pension.

une modification des tendances à long terme? En résumé, il est difficile, après tant d'années, de dire dans quelle mesure les déficits budgétaires compensent simplement les niveaux élevés de l'épargne du secteur privé et les déficits «justifiés» des balances des paiements liés au pétrole, et de déterminer jusqu'à quel point ils ont eux-mêmes été la cause des facteurs dont ils étaient précisément censés contrecarrer l'incidence. Il convient d'ajouter que des déficits nominaux importants rendent certainement plus délicate la conduite de la politique monétaire, par les effets perturbateurs qu'ils exercent sur les marchés des capitaux et sur les taux d'intérêt; aussi n'est-il pas surprenant qu'on en soit venu à considérer les déficits budgétaires avec une suspicion accrue.

Dans ce domaine, d'autres considérations à plus long terme ont récemment joué un rôle beaucoup plus important dans l'établissement des prévisions budgétaires, et tout spécialement les propositions de la nouvelle Administration américaine. Les adeptes du «nouveau conservatisme», s'ils continuent évidemment à attacher une grande attention au déficit budgétaire, s'intéressent à présent davantage également à la valeur absolue des montants qui figurent de chaque côté du budget. D'ailleurs, cette attitude n'est pas vraiment nouvelle. Ainsi, aux Pays-Bas et dans d'autres pays, un débat s'est instauré il y a plusieurs années déjà sur le niveau de la pression fiscale globale. Il porte surtout sur l'incidence de la fiscalité dans le processus des négociations salariales et sur l'existence éventuelle d'une «poussée à la hausse des coûts induite par la fiscalité». Le cadre de la discussion s'est maintenant élargi et comprend aussi les effets plus vastes de l'impôt sur l'incitation au travail, à l'épargne et à l'investissement. En ce qui concerne les dépenses, on considère que les montants consacrés à des programmes sociaux, et en général l'ampleur du secteur public, ont atteint des proportions telles qu'ils vont à l'encontre des buts recherchés.

De prime abord, l'orientation nouvelle de la politique du Royaume-Uni en 1979 et les propositions faites plus récemment aux Etats-Unis semblent présenter de nombreuses analogies. La nature de l'action entreprise et son cadre d'application diffèrent toutefois quelque peu. Au Royaume-Uni, les efforts visant à réduire l'importance du budget étaient liés à un contrôle, supposé strict, d'agrégats nominaux, tels que la masse monétaire et les besoins d'emprunt du secteur public. Si l'inflation virulente dans ce pays ne pouvait être contenue rapidement sous l'action conjointe de facteurs relevant des anticipations et de l'économie de l'offre, il faudrait nécessairement passer, pour la combattre, par un fléchissement de l'activité. Aux Etats-Unis, on fait apparemment davantage confiance aux effets anti-inflationnistes d'une «stimulation par l'économie de l'offre», et il y existe par conséquent un engagement plus ferme à l'égard de la réduction des impôts en tant que telle. Spécialement si les compressions correspondantes des dépenses se révèlent difficiles à obtenir, on pourrait affirmer que, dans le cas britannique, les risques encourus sont de nature déflationniste, tandis qu'aux Etats-Unis on paraît s'exposer au danger opposé. S'il en est ainsi, le rôle de la politique monétaire pourrait s'en trouver accru.

Dans son projet initial de budget unifié des *Etats-Unis*, la précédente Administration avait chiffré à \$29 milliards le déficit de l'exercice 1980 (octobre 1979–septembre 1980). Ce chiffre impliquait, sur la base d'un niveau constant de l'emploi, une réduction de quelque \$15 milliards par rapport à l'exercice précédent. En fait, le déficit effectif s'est élevé à \$59 milliards. Comme le dépassement, qui a trouvé sa principale

origine dans l'accélération des décaissements, n'a été dû qu'en partie à un ralentissement plus important que prévu de l'activité, la politique budgétaire a donc été expansionniste l'année dernière.

En ce qui concerne l'exercice en cours, qui a commencé en octobre 1980, les intentions budgétaires initiales seront sans doute de nouveau dépassées. Le déficit du budget unifié est estimé actuellement à \$55 milliards et reflète une fois encore l'action des stabilisateurs automatiques au cours d'une période de tassement de l'activité. Mais il traduit également des dépassements liés à des dépenses supérieures aux prévisions au titre du service de la dette ainsi qu'à l'indexation des décaissements de sécurité sociale sur un indice des prix à la consommation qui comprend les taux d'intérêt hypothécaires. Il convient d'ajouter que les dépenses militaires sont en hausse sensible, et vont dans une certaine mesure au-delà de ce que prévoyaient les programmes initiaux. Au mois d'août 1980, cependant, par suite de la forte baisse de la production au deuxième trimestre, le Président Carter proposa un important train de mesures de relance pour 1981. On s'attendait, malgré tout, sur la base d'un niveau constant de l'emploi, à une poursuite de l'aggravation du déficit budgétaire, tant pour l'exercice 1981 que pour celui de 1982. L'orientation budgétaire dont la nouvelle Administration a hérité est restée empreinte, par rapport aux critères habituels, d'un certain caractère restrictif compte tenu du stade d'évolution conjoncturelle. En particulier, un relèvement sensible des cotisations de sécurité sociale a pris effet au début de 1981.

La nouvelle Administration du Président Reagan a eu tôt fait, par une série de changements importants, de modifier le cadre budgétaire. Mais, en proposant des réductions considérables à la fois des recettes et des dépenses (\$54 milliards et plus de \$41 milliards respectivement pour l'exercice 1982), le Président rejetait pour le moins les formes les plus extrêmes de «l'économie de l'offre». Avec un déficit évalué à \$45 milliards dans le budget unifié pour l'exercice 1982, les autorités semblent néanmoins compter sur une réaction spécifique de l'offre en plus d'un accroissement de la demande. Le programme prévoit, au cours des années à venir, de nouvelles et importantes diminutions des dépenses et des impôts, dont l'incidence s'ajoutera à une croissance atteignant 4 à 5% en rythme annuel, une nouvelle réduction de l'inflation et un budget équilibré pour l'exercice 1984.

Les sceptiques font valoir que la nouvelle Administration accorde trop de crédit à un domaine de la politique économique qui n'a pas encore été mis à l'épreuve. Plus importante peut-être est la constatation que le programme américain prouve une nouvelle fois qu'on n'accorde plus une confiance excessive aux politiques traditionnelles de régulation de la demande. On a déjà souligné dans le Chapitre II qu'il en coûte de plus en plus de combattre l'inflation avec ces seules armes; le présent chapitre s'attachera à montrer qu'il en est de même pour le problème énergétique. A cet égard, il convient d'accueillir favorablement le programme Reagan pour son orientation à long terme en matière d'investissement, de productivité et d'incitations. Un dilemme majeur pourrait cependant apparaître si le Congrès répondait plus favorablement aux réductions d'impôts qu'à la compression des dépenses. Dans ce cas, il conviendrait de choisir entre le risque d'un déficit budgétaire plus élevé et l'abandon de tout ou partie des propositions d'allègements fiscaux, qui constituent l'un des fers de lance de l'économie de l'offre.

En ce qui concerne le *Japon*, l'orientation budgétaire restrictive adoptée pour faire face au second choc pétrolier a été partiellement assouplie l'année dernière. Etant donné le ralentissement de l'activité et le meilleur ajustement de l'économie par rapport à la première crise pétrolière, le gouvernement a introduit, en septembre, une série de mesures comportant notamment pendant quelque temps une importante relance des programmes de travaux publics différés précédemment. Des aides ont été également apportées à certaines formes d'investissement, en particulier dans le domaine des économies d'énergie. L'orientation générale de la politique économique est demeurée néanmoins déflationniste et, pour l'exercice 1981-82 (avril à mars), le projet de budget initial prévoyait une nouvelle réduction, plus marquée, du déficit par rapport au produit national brut. Cette orientation fut de nouveau assouplie en mars 1981, pour faciliter la réalisation d'un objectif de croissance de 5,3%. Non seulement le taux d'escompte officiel a été de nouveau abaissé, mais, en outre, les dépenses au titre du programme de travaux publics ont été accélérées et il est prévu de passer, pendant les six premiers mois de l'exercice commencé le 1er avril, 70% des contrats programmés pour l'ensemble de l'exercice. Des encouragements supplémentaires ont été accordés à la construction de logements ainsi qu'au développement de la production d'énergie électrique. Alors que le Japon est le seul grand pays qui cherche à atteindre actuellement un objectif quantitatif de croissance au moyen d'une politique de relance discrétionnaire, il convient de souligner que, pour y parvenir, les autorités ont mis l'accent sur l'activité d'investissement.

En *Allemagne*, la politique budgétaire a été relativement neutre l'année dernière, alors qu'on avait prévu de lui imprimer une orientation légèrement restrictive. Le ratio du déficit budgétaire s'est accru depuis 1978, cependant que le chômage régressait quelque peu. On peut donc penser que, au stade actuel du choc pétrolier, la politique budgétaire allemande a été modérément expansionniste, contrairement à l'orientation adoptée dans la plupart des autres pays. Cette évolution est due en partie, évidemment, aux mesures de relance adoptées au lendemain du sommet de Bonn de 1978, avant le déclenchement du second choc pétrolier. Il convient d'ajouter que les dépenses publiques ont également été supérieures aux prévisions budgétaires faites l'an dernier. De plus, le Parlement a ratifié en juillet un programme d'allègements fiscaux initialement proposé en décembre 1979. Les effets de ces mesures ont cependant été compensés ultérieurement par des réductions de dépenses et des relèvements des impôts indirects sur le pétrole et l'alcool; de ce fait, comme dans la plupart des autres pays, l'orientation actuelle de la politique budgétaire allemande peut également être considérée comme restrictive.

En *France*, le gouvernement a clairement adopté une politique budgétaire rigoureuse pour répondre au dernier relèvement des prix du pétrole. Le solde financier des administrations publiques s'est amélioré, à concurrence de 1% du produit national brut, tandis que le chômage s'est accru. En 1980 cependant, un certain assouplissement s'est produit au fil des mois. En septembre, les autorités ont décidé un relèvement temporaire et exceptionnel de certaines prestations de sécurité sociale, ainsi que l'octroi d'aides fiscales à l'investissement. La majoration spéciale de 1% des contributions de sécurité sociale a été abrogée, comme prévu, en février 1981. Le budget de l'exercice en cours vise à réduire le déficit et à stabiliser la pression fiscale. Plus récemment, les gouvernements français et allemand ont annoncé leur intention d'emprunter

conjointement à l'étranger et d'affecter le produit ainsi obtenu à des investissements dans le domaine de l'énergie. En outre, le gouvernement français peut autoriser certaines dépenses par prélèvement sur un fonds d'action conjoncturelle. Au total, ces mesures entraînent un léger assouplissement par rapport aux prévisions budgétaires initiales, mais l'arrivée au pouvoir d'une nouvelle équipe dirigeante risque à présent de modifier cette situation.

Parmi les autres grands pays, le *Canada* et l'*Italie* ont adopté, au cours des deux années écoulées, une orientation budgétaire nettement plus rigoureuse qu'en 1974-75. Au Canada, on prévoit un nouveau resserrement pour cette année, en raison des effets combinés du budget d'octobre et du programme énergétique national. En Italie, où la monnaie s'est trouvée soumise à des pressions, les autorités ont mis en œuvre, en mars 1981, une vaste gamme de mesures restrictives. En ce qui concerne les pays industrialisés de plus petite dimension, l'orientation de la politique budgétaire a été généralement restrictive, en particulier aux Pays-Bas et en Belgique, par suite de la détérioration des comptes extérieurs et des finances publiques. Aux Pays-Bas, un programme d'urgence de mesures complémentaires est entré en vigueur le 25 mars 1981, en vue de réduire le déficit budgétaire à concurrence de l'équivalent de 3/4% du produit national brut. En Belgique, l'adoption d'un train de mesures de resserrement analogues s'est heurtée à une forte opposition politique, ce qui a entraîné la chute du gouvernement. En Suède, comme au Danemark, des mesures restrictives ont été adoptées récemment.

Enfin, le cas du *Royaume-Uni* présente, lui aussi, des aspects intéressants. Il convient de rappeler que le budget du début de 1980 prévoyait une stratégie financière de réduction à moyen terme de l'inflation, axée principalement sur la diminution progressive du taux d'expansion de la masse monétaire au sens large. La politique budgétaire était censée jouer un rôle auxiliaire important dans la réalisation de cet objectif et, en conséquence, les besoins d'emprunt du secteur public devaient être ramenés à 3 3/4% du produit intérieur brut en 1980-81 et à 1 1/2% d'ici à 1983-84.

Mais, en fait, l'objectif de masse monétaire au sens large et celui des besoins d'emprunt du secteur public ont été dépassés dans de très fortes proportions. La masse monétaire s'est accrue de 20% et le déficit du secteur public a atteint £12 1/2 milliards, soit 5 1/2% du produit intérieur brut. Et pourtant, la récession n'a jamais été aussi sévère depuis les années trente.

Cette contradiction entre une orientation apparemment laxiste de la politique et la forte contraction de l'activité s'explique principalement par l'évolution intervenue dans le dosage des moyens d'action, la vive appréciation de la livre et la rigidité à la baisse des salaires. En ce qui concerne la politique budgétaire, les besoins d'emprunt du secteur public, par suite surtout des dépassements de dépenses, ont été supérieurs de quelque £4 milliards aux prévisions, et l'on peut penser que ce montant a été induit pour près de moitié par la récession. C'est en partie pour cette raison que les taux d'intérêt ont été relativement élevés et qu'ils ont contribué, avec d'autres facteurs, à l'appréciation du sterling. En conséquence, le secteur des entreprises s'est trouvé exposé à de vigoureux effets d'éviction, en dépit des bons résultats en volume des exportations. Comme les salaires continuaient à progresser rapidement, c'est surtout la rentabilité et la trésorerie des entreprises qui se sont le plus durement ressenties de cette situation. L'industrie de transformation a réagi en réduisant fortement le niveau

de ses stocks ainsi que ses effectifs et a comprimé de plus en plus ses investissements en capital fixe; en même temps, elle a contribué à la progression inhabituelle de M_3 en concentrant ses emprunts sur le système bancaire. La faible expansion de la masse monétaire au sens étroit (M_1) et la vigueur de la monnaie britannique sont peut-être plus symptomatiques de la sévérité du resserrement de la politique.

Il ne fait guère de doute que la politique du gouvernement britannique s'est traduite par une baisse sensible du rythme d'inflation, bien que le secteur des entreprises ait subi de plein fouet les effets du resserrement. D'un maximum de plus de 20%, la hausse des prix a été ramenée actuellement à 12½% en rythme annuel et elle continue de se ralentir. Malgré tout, sous l'effet des dépassements budgétaires, et en dépit de la récession, le gouvernement a appliqué de nouveaux et importants relèvements fiscaux et procédé à certaines compressions de dépenses, d'abord en novembre dernier, puis de nouveau en mars 1981. Ces mesures s'inscrivaient dans le cadre de la stratégie financière à moyen terme qui risque d'être, une fois encore, sérieusement dépassée.

Etant donné qu'on n'est pas parvenu à réduire suffisamment les dépenses publiques au cours des deux dernières années, la politique orientée vers l'offre, telle qu'elle était mise en œuvre pour résoudre les problèmes du Royaume-Uni, a été en grande partie abandonnée pour quelque temps devant la nécessité impérieuse de parvenir de nouveau à respecter les objectifs fixés à la masse monétaire et aux besoins d'emprunt. Par suite, des tensions excessives se sont exercées sur le secteur privé. Le dernier budget, qui met davantage l'accent sur les prévisions de dépenses en termes d'encaisses, permettra, du moins l'espère-t-on, d'aider le gouvernement dans sa résolution de remettre l'économie britannique sur une voie stable conduisant dans les meilleurs délais à une reprise de la croissance.

Le second choc pétrolier: réactions et ajustements

Entre la fin de 1978 et le début de 1981, le prix du pétrole brut a été relevé, par paliers successifs, de quelque 175%. Comme cette augmentation est venue s'ajouter au quintuplement du prix de base consécutif au premier choc pétrolier de 1973-74, le monde industriel a subi une détérioration des termes de l'échange et une perte de revenu réel du même ordre de grandeur que précédemment. Malgré une réduction de 10% environ en 1980 de leurs importations de pétrole par rapport à 1978, les pays de l'OCDE ont dû déboursier \$150 milliards de plus, soit quelque 2% de leur revenu national global. Or l'essentiel, c'est-à-dire plus des deux tiers, de ce transfert initial de revenu des pays industrialisés vers les pays exportateurs de pétrole s'est de nouveau traduit par une accumulation de créances financières plutôt que par un ajustement réel sous la forme d'un accroissement équivalent des exportations de biens et services des pays importateurs de pétrole. De ce fait, l'excédent en compte courant des pays de l'OPEP à l'égard du reste du monde s'est accru d'environ \$110 milliards. Ce chiffre donne une idée de l'importance de l'impact déflationniste primaire exercé par les hausses pétrolières — autrement dit de leur incidence initiale nette sur la demande mondiale.

Au lendemain de la première augmentation massive des prix pétroliers, un vif débat s'était instauré sur la nécessité de compenser cette réduction de la demande par

des actions impliquant un accroissement des déficits budgétaire et extérieur. On s'est vite aperçu cependant que cette forme d'ajustement à court terme tendait à aggraver notablement l'inflation. C'est pourquoi on a estimé, cette fois-ci, que la meilleure réaction consistait, dans l'immédiat, à chercher à la fois à limiter l'incidence inflationniste globale et à favoriser l'établissement de rapports coûts/prix appropriés. De son côté – et ce n'est pas uniquement le fait du hasard – le comportement du secteur privé en matière de dépenses n'a pas été aussi prudent, c'est-à-dire déflationniste, que précédemment. Il n'en demeure pas moins qu'on s'est mieux rendu compte, durant le second choc pétrolier, que, pour opérer un ajustement fondamental au problème de l'énergie, on n'avait d'autre alternative que de réduire la dépendance des pays industrialisés à l'égard du pétrole importé, en réalisant des économies d'énergie et en lui substituant d'autres formes d'énergie d'origine indigène. L'investissement joue évidemment un rôle capital à cet égard et, en ce sens, les résultats favorables obtenus dans l'ajustement à court terme peuvent compléter l'effort qu'il importe de réaliser à plus long terme. La discussion sur le processus d'ajustement commence donc par une étude comparative de la situation dans le secteur privé.

Le secteur privé

Par rapport à la période de la première crise pétrolière, deux remarques générales s'imposent dès lors qu'on examine l'évolution récente dans le secteur privé. Premièrement, la répartition des revenus ne semble pas avoir joué de manière aussi nette au détriment des bénéficiaires des entreprises, de sorte que les dépenses d'investissement en capital fixe de ces dernières se sont maintenues à un niveau plus satisfaisant. Deuxièmement, le secteur privé dans son ensemble n'a pas réagi de manière aussi défensive que précédemment; aussi le volume global des dépenses de ce secteur a-t-il, dans une certaine mesure, protégé les économies de l'impact déflationniste du second relèvement des prix du pétrole tandis que, lors de la crise précédente, les budgets du secteur public avaient dû compenser intégralement – et même au-delà – la contraction de la demande induite par les hausses pétrolières. De fait, dans six des principaux pays (le

Part des salaires dans le revenu total des facteurs de production nationaux

Pays	1960-64	1965-69	1970-73	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
	en %									
Etats-Unis	72,5	73,2	77,3	79,3	78,7	78,4	78,0	78,0	79,1	79,6
Japon	52,2	53,4	56,6	63,0	65,9	66,8	67,9	66,7	65,3	.
Allemagne fédérale . . .	62,9	65,5	69,2	72,4	72,3	71,4	71,5	71,0	70,8	71,8
France	60,4	62,0	63,9	67,5	70,1	71,5	71,3	71,3	71,1	73,0
Royaume-Uni	74,7	75,7	76,0	80,9	82,6	80,7	78,3	78,0	79,8	81,4
Italie	55,0	56,8	61,1	64,1	68,2	67,2	68,5	68,0	66,0	65,6
Canada	68,5	70,5	72,6	70,6	72,1	72,7	73,5	72,1	69,5	68,8
Belgique	58,7	62,2	64,6	67,8	70,0	70,1	71,7	71,9	71,7	.
Pays-Bas	61,9	67,2	70,7	72,3	74,7	72,1	72,8	73,2	73,8	.
Suède	69,6	74,8	77,4	76,7	77,9	80,8	85,0	83,5	80,9	.
Suisse	63,8	65,6	68,4	70,7	72,5	71,7	72,0	72,8	73,2	.

Japon étant l'exception), le ratio du déficit budgétaire des administrations publiques a été notablement inférieur en 1980 (voir page 38) à ce qu'il était au plus fort de la crise en 1975. Cette constatation ne vaut pas cependant pour l'ensemble des pays de plus petite dimension: les finances publiques de la Belgique, des Pays-Bas, de la Suède et du Danemark ont continué à se détériorer sérieusement.

En ce qui concerne les revenus réels, il est important de noter que la part des bénéfiques dans la valeur totale ajoutée ne semble pas avoir fléchi de manière aussi nette qu'en 1974-75. Malheureusement, les données dont on dispose dans ce domaine sont incomplètes. L'examen de l'évolution des prix et des coûts au Chapitre II conduit cependant à la même conclusion. Le tableau ci-contre montre l'accroissement sensible, en 1974-75, de la part des salaires (avant impôt) dans le revenu national. Ce rapport semble être, en revanche, demeuré plus stable en 1979-80, à l'exception principalement du Royaume-Uni.

Ces résultats plus satisfaisants ont probablement plusieurs raisons, dont la plus évidente et l'une des plus importantes est la progression beaucoup plus modeste des salaires nominaux. Mais il se peut aussi que les entreprises aient été mieux à même et plus désireuses de répercuter plus rapidement les augmentations des coûts salariaux et autres sur les prix finals, peut-être en partie parce que les majorations des coûts étaient elles-mêmes moins fortes, tant en ce qui concerne les salaires que les matières premières non pétrolières. Il est possible, en outre, que l'expérience antérieure ait rendu les chefs d'entreprise davantage conscients de la menace qui pesait sur leurs bénéfiques. Enfin, la demande globale et la production ne se sont pas effondrées dans les pays industrialisés comme elles l'avaient fait précédemment. Il convient de signaler par ailleurs, ainsi que l'indiquent les chiffres du tableau, que la progression en 1974-75 de la part des salaires dans le revenu n'a pas été en général inversée au lendemain du premier choc pétrolier. C'est pourquoi, même si la tendance ascendante s'est peut-être interrompue pour le moment, la part des salaires demeure encore presque partout bien supérieure à ce qu'elle était il y a dix ou quinze ans.

Dans le secteur des ménages, le fait marquant est l'absence quasi générale d'un accroissement notable de la propension à épargner (voir tableau ci-dessous). Dans la plupart des pays, cette attitude se reflète également dans l'évolution de l'épargne purement financière — c'est-à-dire l'épargne totale de ce secteur moins ses dépenses

Rapport entre l'épargne des ménages et le revenu disponible

Pays	1970-71	1972-73	1974-75	1976	1977	1978	1979	1980
	en %							
Etats-Unis	8,1	7,6	8,6	6,9	5,6	5,2	5,3	5,6
Canada	5,6	8,3	10,4	10,0	9,8	10,3	10,5	10,2
Japon	17,8	19,3	23,1	22,4	21,1	20,1	19,6	19,5
France	16,7	17,1	18,0	16,4	16,6	17,5	15,9	14,1
Allemagne fédérale . . .	14,4	15,2	16,2	14,7	13,6	13,7	14,4	14,6
Italie	22,0	23,1	23,1	24,7	25,2	27,2	25,6	23,3
Royaume-Uni	8,5	10,7	13,1	11,9	10,8	12,7	14,1	15,3

Epargne financière du secteur privé:
réactions aux deux chocs pétroliers

Pays/secteurs		1973	1974	1975	1976	1978	1979	1980
		en % du produit national brut						
Etats-Unis	Ménages	4,0	4,2	5,1	3,7	1,9	2,1	3,5
	Entreprises	- 4,4	- 4,3	0,5	- 0,9	- 2,4	- 2,6	- 1,5
	Total	- 0,4	- 0,1	5,6	2,8	- 0,5	- 0,5	2,0
Japon	Ménages	8,8	10,3	10,5	11,5	11,1	9,2	8,4
	Entreprises	- 7,6	- 8,5	- 4,1	- 4,0	- 1,0	- 3,1	- 3,5
	Total	1,2	1,8	6,4	7,5	10,1	6,1	4,9
Allemagne fédérale	Ménages	3,4	6,0	7,0	5,3	3,2	3,1	3,4
	Entreprises	- 3,8	- 2,9	- 1,2	- 1,8	0,0	- 2,1	- 2,9
	Total	- 0,4	3,1	5,8	3,5	3,2	1,0	0,5
France	Ménages	3,5	3,7	5,7	3,8	5,5	4,3	3,6
	Entreprises	- 5,1	- 6,9	- 3,7	- 4,9	- 3,6	- 4,0	- 4,6
	Total	- 1,6	- 3,2	2,0	- 1,1	1,9	0,3	- 1,0
Royaume-Uni	Ménages	3,6	6,7	6,0	5,1	5,7	6,3	8,7
	Entreprises	- 2,5	- 5,3	0,1	- 0,2	- 0,3	- 2,4	- 1,0
	Total	1,1	1,4	6,1	4,9	5,4	3,9	7,7
Italie	Ménages	16,0	12,7	16,7	14,2	16,2	16,0	12,9
	Entreprises	- 7,8	- 7,9	- 7,8	- 7,3	- 3,2	- 2,1	- 7,0
	Total	8,2	4,8	8,9	6,9	13,0	13,9	5,9
Canada	Ménages	4,9	6,3	6,2	4,7	5,4	5,1	5,5
	Entreprises	- 6,1	- 8,6	- 6,0	- 5,7	- 5,2	- 5,3	- 4,2
	Total	- 1,2	- 2,3	0,2	- 1,0	0,2	- 0,2	1,3

d'investissement – qui est l'équivalent, pour le secteur privé, de l'excédent ou du déficit budgétaire. En 1974-75, les relèvements considérables des revenus salariaux nominaux avaient sans aucun doute entraîné une augmentation imprévue de l'épargne. De plus, l'inflation étant plus intense, elle entamait alors davantage la valeur réelle du stock d'actifs financiers, et les particuliers réagissaient à cette érosion en s'efforçant de conserver la valeur réelle de leur patrimoine financier. Enfin, l'effet traumatisant du premier choc pétrolier a probablement été supérieur à celui du second.

De ce fait, le secteur des ménages a eu tendance à réduire ses dépenses nettes entre 1973 et 1975. Aussi le secteur des entreprises a-t-il dû supporter un fardeau déflationniste plus lourd – tout au moins au début – qui est venu s'ajouter aux répercussions directes exercées par le choc pétrolier sur les prix. Compte tenu du fait que la première crise est survenue en pleine surchauffe, c'est-à-dire à une période où les entreprises élargissent habituellement leur base financière pour développer leurs dépenses d'investissement, il n'est guère surprenant qu'elles aient réagi violemment, en réduisant considérablement leurs dépenses sous forme de stocks et d'investissements fixes.

Le second choc pétrolier a, dans plusieurs pays, été caractérisé jusqu'à présent par une évolution des dépenses nettes du secteur privé inverse de celle de la première période. C'est pourquoi, et c'est là un point important, le recours aux stabilisateurs automatiques du budget pour soutenir la demande et l'activité n'a été en rien comparable avec ce qui s'était passé en 1975.

Bien que les politiques budgétaires et monétaires appliquées cette fois-ci aient donc été plus rigoureuses, le ralentissement global du rythme de croissance de la demande et de la production s'est opéré jusqu'ici moins brutalement qu'en 1974-75. Certains estimeront que cette vigueur relative de la demande globale tient au fait que l'ajustement requis par le relèvement des prix pétroliers et par le déséquilibre extérieur n'a pas été intégral. Sur le plan de l'affectation des ressources, cependant, le processus d'ajustement paraît dans l'ensemble s'être effectué convenablement. En 1979-80, la consommation et, dans la plupart des cas, l'investissement du secteur public ont été moins expansionnistes qu'en 1974-75, tandis que la consommation du secteur privé s'est accrue, en 1980, à un rythme beaucoup plus faible, sauf en Italie, que durant l'année comparable, c'est-à-dire en 1975.

Aussi, en ce qui concerne la composition de la demande, et compte tenu de l'évolution déjà mentionnée des composantes du revenu, les investissements fixes des entreprises ont été relativement satisfaisants en 1979-80. Cette remarque vaut particulièrement, comme l'indique le tableau, pour le Japon, la France, l'Allemagne et l'Italie. Les investissements se sont également mieux comportés dans les pays de moindre importance, notamment en Suisse, en Belgique et en Finlande. Si l'on considère cependant que les bénéfices demeurent peu élevés par référence au passé, on peut penser que d'autres facteurs ont également joué un rôle. Il est possible en particulier qu'une bonne partie des investissements réalisés aient été affectés aux économies

Consommation et investissement en 1974-75 et en 1979-80

Pays	Consommation du secteur privé		Consommation du secteur public		Investissement productif du secteur privé		Investissement du secteur public	
	1974	1975	1974	1975	1974	1975	1974	1975
	1979	1980	1979	1980	1979	1980	1979	1980
	variations annuelles à prix constants, en %							
Etats-Unis	- 0,6	2,2	3,3	3,3	- 1,7	- 12,1	1,7	- 5,4
	2,9	0,4	2,4	3,1	6,5	- 3,0	- 5,6	1,3
Japon	0,9	4,3	3,3	6,3	- 6,1	- 6,9	- 13,8	5,2
	6,2	1,3	4,0	2,0	12,5	6,4	3,0	- 4,5
Allemagne fédérale	0,3	3,1	4,3	4,5	- 10,9	- 1,5	7,5	- 2,7
	3,3	1,5	3,3	2,4	10,0	4,0	6,1	3,7
France	3,2	3,2	1,3	4,6	- 1,1	- 6,8	1,4	9,7
	3,5	2,1	1,6	2,5	6,0	3,4	1,7	1,4
Royaume-Uni	- 2,2	- 0,7	1,4	6,0	- 1,8	- 3,0	0,5	- 1,0
	4,7	0,6	2,0	2,1	2,7	1,8	- 4,0	- 5,6
Italie	2,7	- 1,4	2,9	2,9	2,9	- 19,9	7,1	17,9
	5,3	4,4	1,6	2,0	7,9	13,4	3,0	7,1
Canada	5,1	5,2	4,0	4,0	7,7	7,8	5,5	4,3
	1,9	0,6	- 1,0	0,6	9,4	8,6	- 0,8	1,3

d'énergie et représentent une réaction différée à la variation des prix relatifs de l'énergie durant la décennie 1970. Des signes de plus en plus nombreux donnent à penser que ce phénomène revêt une assez grande importance. D'autre part, le choc pétrolier le plus récent, à l'inverse du premier, ne s'est pas produit au plus fort d'une période de surchauffe synchronisée.

Pour résumer les réactions observées dans le secteur privé jusqu'à présent, il convient de mettre l'accent sur les deux faits probablement les plus significatifs. D'abord, l'expansion de la demande globale a été beaucoup moins affectée en 1979-80 qu'en 1974-75; ensuite, les investissements productifs du secteur privé ont été très soutenus dans de nombreux pays. Il n'est pas possible de dire avec précision s'il s'agit là d'un ajustement fondamental. Mais l'accroissement des investissements en capital fixe, même s'il n'a pas été directement lié à des actions prioritaires dans le domaine de l'énergie, aura cependant comporté l'utilisation de techniques plus récentes et mieux appropriées pour résoudre les problèmes énergétiques. Dans le même temps, la meilleure maintenance du capital installé signifie que les perspectives en matière de production et d'emploi ne sont pas aussi gravement compromises qu'elles auraient pu l'être.

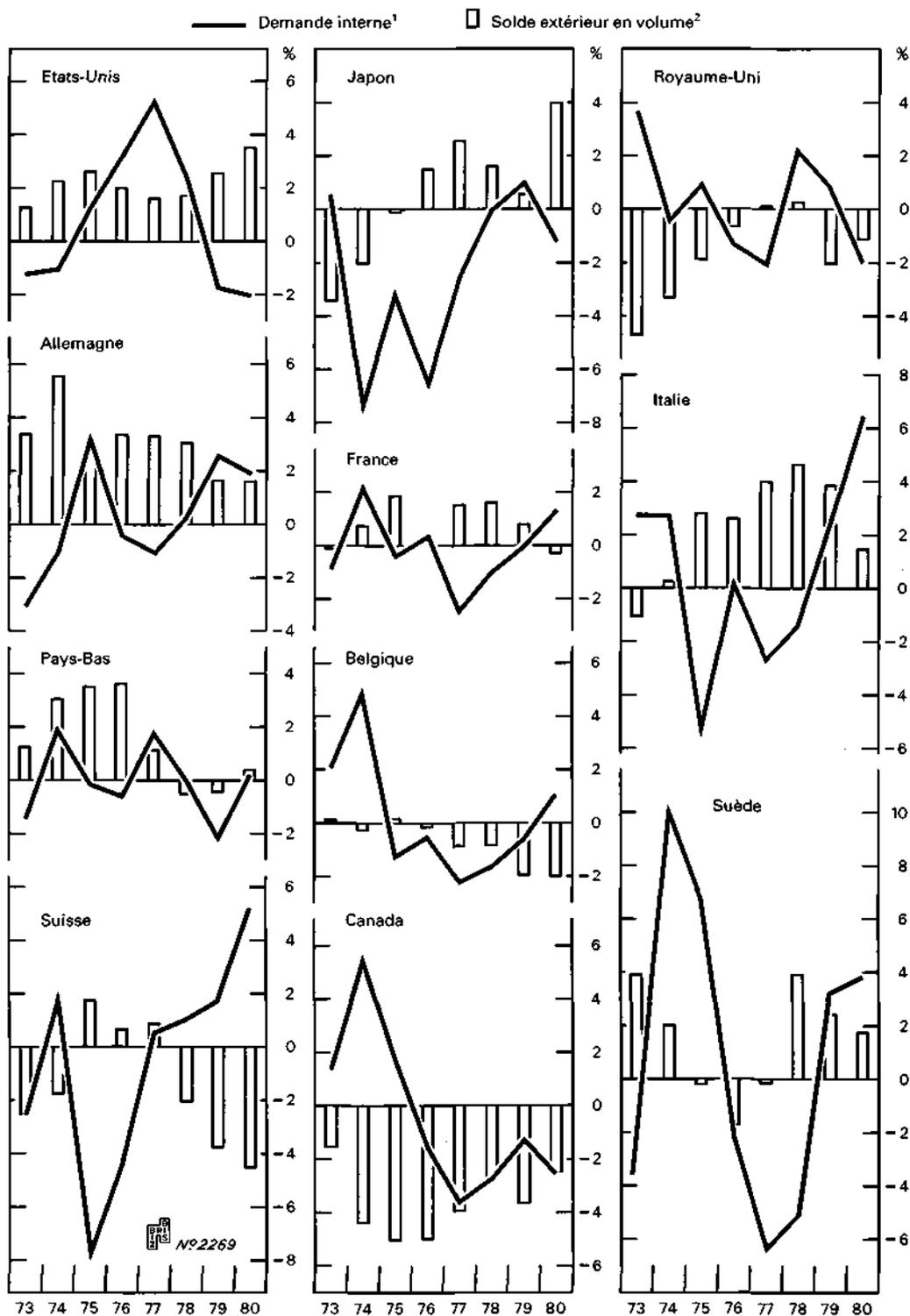
Variations relatives de la demande interne au lendemain des deux chocs pétroliers

Une préoccupation largement répandue au lendemain du premier choc pétrolier était que la reprise de l'activité dans certains pays allait se trouver entravée par la structure défavorable des balances extérieures des pays industrialisés eux-mêmes. C'est ainsi que des pays comme l'Allemagne, la Suisse et, ultérieurement, le Japon, fortement tributaires des importations de pétrole, enregistraient tous d'importants excédents des paiements courants. Comme les Etats-Unis étaient également excédentaires jusqu'en 1977, le lourd fardeau du «déficit pétrolier» retombait ainsi de manière disproportionnée sur certains pays plus faibles, notamment l'Italie et le Royaume-Uni, et sur certains des pays européens de moindre importance, tels que l'Espagne, la Grèce, la Finlande et la Suède.

Pour remédier à cette situation, on pouvait procéder à un ajustement des taux de change, ce qui fut fait au fil des ans. Mais une autre solution consistait à exhorter les pays les plus importants à stimuler à des degrés divers la croissance de la demande interne, de façon à réduire leurs exportations nettes de biens et services tout en permettant aux autres d'accroître les leurs. De fait, lors du sommet de Bonn en 1978, l'Allemagne et le Japon acceptèrent de relancer quelque peu leur économie.

Le graphique montre l'évolution contrastée de l'ajustement de la demande pendant les deux périodes de chocs pétroliers. On a calculé, pour chaque pays, une moyenne mobile sur dix ans du taux de croissance de la demande interne et on a fait de même pour l'ensemble des autres pays de l'OCDE. On a ensuite obtenu la croissance relative de la demande d'un pays pour une année donnée en calculant la déviation de la croissance effective de la demande par rapport à la moyenne mobile et en la comparant à la même déviation pour l'ensemble des autres pays. La courbe retraçant les évolutions différentielles des taux de croissance a été portée sur un graphique comprenant également les niveaux, année par année, du volume des exportations nettes. Le graphique confirme, cette fois-ci, l'existence de très fortes divergences dans l'évolution relative de la demande. L'Allemagne s'est située notablement au-dessus de

Variations des pressions relatives de la demande interne et soldes extérieurs réels



¹ Voir texte de la page 48 pour les explications. ² Exprimé en pourcentage du produit national brut.

la moyenne, tandis qu'en Suisse le fléchissement sensible de la demande enregistré en 1975 ne s'est pas reproduit. L'Italie, également, peut-être dans une certaine mesure en raison de l'étroitesse de ses liens commerciaux avec l'Allemagne, a connu une croissance de la demande supérieure à la moyenne. Au Japon, la demande interne s'est redressée par rapport à 1974-75. En Suède, en Belgique et aux Pays-Bas cependant, un freinage relativement plus important s'est imposé au cours des deux dernières années du fait surtout que, à l'inverse de ce qui s'était passé en 1973, ces trois pays avaient abordé le second choc pétrolier avec une position extérieure déjà affaiblie. Le Canada s'est trouvé dans la même situation.

Ainsi, l'évolution de la croissance relative de la demande au cours de la seconde période est due, dans une certaine mesure, aux modifications apportées aux politiques avant le choc pétrolier ainsi qu'aux réactions des autorités au nouveau relèvement des prix du pétrole. Il se trouve que, dans le cas de l'Allemagne, le renversement de situation a été trop accentué, puisqu'il a entraîné l'apparition d'un déficit des paiements courants élevé et inquiétant. Mais ce qu'il faut encore ajouter, c'est que le « plan de bataille » mis au point lors du sommet de Bonn a été pris de vitesse par les événements. L'atténuation des contraintes extérieures qui devait découler des efforts de l'Allemagne et du Japon s'est trouvée contrecarrée, dans de nombreux pays, par la nouvelle flambée des prix pétroliers. Dans certains cas, et particulièrement au Royaume-Uni, les autorités ont même dû infléchir fortement leur action dans le sens opposé. Ainsi, alors qu'on avait compté sur une marée douce pour mettre progressivement à l'eau tous les bateaux, y compris, en fin de compte, ceux qui étaient échoués sur le rivage, la nouvelle vague de hausses pétrolières amena certains capitaines à décider que, tout compte fait, ils se trouveraient peut-être plus en sécurité sur la rive. Il n'en demeure pas moins qu'au total les ajustements relatifs de la demande ont été moins disparates qu'au milieu des années soixante-dix. Par voie de conséquence, la configuration des déséquilibres extérieurs des pays industrialisés a été moins difficile à supporter que précédemment.

Le secteur de l'énergie

En 1980, les pays industrialisés ont poursuivi et intensifié leurs efforts d'économies d'énergie. Malheureusement, ces résultats ont été largement contrebalancés, en ce qui concerne le marché pétrolier, par de nouveaux signes d'instabilité dans les approvisionnements en provenance des pays du Golfe.

Au sein des pays industrialisés, la consommation totale d'énergie paraît avoir fortement baissé l'an passé (d'environ 3½%); pour le seul pétrole, la contraction de la demande a été probablement deux fois plus importante — même si ce mouvement a été dû en partie au ralentissement du stockage de précaution, fort élevé en 1979. Par rapport au produit national brut, les réductions observées de la consommation totale et de la demande de pétrole sont encore plus prononcées — 4½% et 8½% respectivement. De ce fait, la diminution globale de l'utilisation d'énergie par unité de produit national brut depuis 1973 atteint 11-12%, et 16-17% pour la seule composante pétrole. Les économies de pétrole ont été particulièrement marquées en France, tandis qu'aux Etats-Unis, après un départ hésitant, des progrès sensibles ont été accomplis ces deux dernières années.

Cette tendance vers une efficacité accrue dans l'utilisation de l'énergie a été provoquée, essentiellement à n'en pas douter, par la modification du prix relatif de l'énergie depuis 1973. Selon les estimations de l'OCDE, le prix réel, ou relatif, de l'énergie pour les utilisateurs finals avait augmenté de quelque 25% à la suite de la première crise pétrolière. Cette fois, l'augmentation pourrait être en définitive encore plus forte, bien que la hausse du prix réel du pétrole brut ait été pratiquement identique. Les entreprises semblent avoir mieux compris la nécessité de répercuter plus complètement et plus rapidement la majoration des coûts de l'énergie. De même, les pouvoirs publics sont maintenant généralement plus disposés à renforcer, par une action sur le plan fiscal les incitations aux économies d'énergie dérivant de son enchérissement.

La modification du prix relatif de l'énergie depuis 1973 semble avoir davantage contribué jusqu'à présent à réduire la consommation qu'à encourager la production énergétique. La production indigène d'énergie ne se serait accrue, d'après les estimations, que de 5% entre 1973 et 1979 dans les pays industrialisés. Pour le pétrole uniquement, l'augmentation globale nette de la production des cinq grands pays producteurs non membres de l'OPEP – Etats-Unis, Mexique, Canada, Royaume-Uni et Norvège – n'a été que de 2¾ millions de barils par jour entre 1973 et 1980. Au cours de la même période, la production de l'OPEP a fléchi de 4 millions de barils par jour. De plus, même s'il est clairement établi à présent que l'activité de forage s'est fortement développée aux Etats-Unis depuis le second choc pétrolier, il faudra sans doute attendre quelque temps encore avant que ces mesures n'entraînent une augmentation sensible de la production. En Europe, également, la Commission des Communautés européennes a estimé que la part du produit national consacrée à l'investissement dans le secteur de l'énergie – moins de 1½% du produit national brut de la Communauté – n'a absolument pas augmenté par rapport au niveau d'avant 1973. Cela est dû certainement au coup d'arrêt porté par exemple en Allemagne au programme nucléaire, en raison des craintes éprouvées par la population au sujet de la sécurité et de l'environnement. En France, en revanche, les autorités ont pu aller de l'avant, depuis la première crise pétrolière, dans l'application d'un programme nucléaire de grande envergure. C'est pourquoi la consommation de pétrole, exprimée en pourcentage du produit national brut, y a diminué de quelque 30%, ce qui représente une économie deux fois supérieure environ à celles qui ont été réalisées sur l'ensemble des sources d'énergie. De ce fait, et malgré une progression de 22% du produit national depuis 1973, les importations nettes de pétrole ont, l'an passé, fléchi de plus de 15% en valeur absolue. En Italie, en revanche, on n'a constaté aucun changement au cours de la même période, alors qu'en Allemagne le fléchissement n'a été que de 7%.

Dépendance des pays de l'OCDE à l'égard du pétrole

Rubriques	1960	1965	1973	1980*
	en %			
Part du pétrole dans la consommation totale d'énergie	38,6	44,6	53,1	50,2
Part des importations nettes de pétrole dans la consommation totale de pétrole	45,2	55,8	66,3	64,0
Part des importations nettes de pétrole dans la consommation totale d'énergie	17,4	24,9	35,2	32,0

* Estimations.

Il apparaît donc clairement que le développement d'énergies de substitution d'origine nationale, tant pétrolières que non pétrolières, n'a guère progressé pour l'instant dans la plupart des pays industrialisés, malgré l'ajustement important réalisé sous forme d'économies d'énergie. La consommation énergétique de l'ensemble des pays de l'OCDE a été inférieure de 13% environ, l'an passé, à ce qu'elle aurait été si elle avait continué de croître au même rythme que le produit national brut depuis 1973. Les économies ainsi effectuées représentent quelque 10 millions de barils de pétrole par jour et, comme le pétrole est le combustible «marginal», on peut admettre raisonnablement que les économies globales ont presque entièrement porté sur ce produit.

Un certain ajustement a sans doute également été possible du fait que la croissance a été plus lente. Quant à l'ampleur de cet ajustement, il est impossible de la chiffrer, car elle dépend du taux de croissance qu'on aurait pu obtenir si les deux chocs pétroliers ne s'étaient pas produits.

Toujours est-il que, grâce à l'action conjuguée des économies d'énergie, du ralentissement de la croissance et des efforts de substitution, un ajustement très important a été opéré dans la consommation énergétique globale. Toutefois, le tableau précédent montre que cet ajustement n'a guère permis de faire mieux que stabiliser la dépendance des pays industrialisés à l'égard des importations de pétrole. Lorsque le pétrole était bon marché, la proportion des besoins globaux satisfaite par les importations de pétrole augmentait rapidement et, pour l'ensemble de la zone OCDE, la part de la consommation totale d'énergie couverte par du pétrole importé a doublé entre 1960 et 1973. L'ajustement global effectué depuis 1973 n'a donc fait baisser que de trois points le rapport pétrole importé/énergie totale. L'an passé, les pays industrialisés demeuraient tributaires des importations de pétrole pour près d'un tiers de leurs besoins énergétiques globaux, et ils importaient encore quelque 24 millions de barils par jour, contre 27 millions en 1973.

La contrainte énergétique entrave de deux manières les possibilités d'amélioration de la situation économique dans les pays consommateurs de pétrole. Tout d'abord, le fait de dépendre dans des proportions importantes des approvisionnements extérieurs en une ressource aussi vitale accroît à coup sûr la vulnérabilité des pays consommateurs en cas d'événements-chocs échappant complètement à leur emprise. La précarité des approvisionnements est apparue très clairement au lendemain de la révolution iranienne de 1979. Les pressions sur le marché, responsables de la forte augmentation des prix, ont été dues surtout à une vague d'achats de précaution destinés à renforcer les stocks devant l'incertitude de la situation. La consommation de pétrole dans le monde industrialisé n'a pratiquement pas varié entre 1978 et 1979. Or, malgré la réduction des exportations de l'Iran, la production pétrolière de l'OPEP a en fait augmenté de 2½%.

Le second aspect de cette situation concerne l'incapacité et/ou la réticence des pays de l'OPEP en tant que groupe à réinvestir en totalité leur surcroît de revenus sous forme d'achats dans les pays importateurs de pétrole. Il en est résulté, bien entendu, un nouvel excédent fort élevé en compte courant qui constitue en lui-même, ainsi qu'il est examiné dans la suite de ce Rapport, un important problème financier international. Il convient surtout de souligner à ce propos que, du fait de ce problème de réinvestissement de leurs ressources, les pays de l'OPEP sont évidemment peu disposés à fournir du pétrole de manière illimitée.

Il est difficile de prévoir une solution rapide et satisfaisante à cette situation. Il est fort possible que la hausse des prix réels de l'énergie intervenue jusqu'à présent continue d'exercer des effets différés favorisant les économies d'énergie dans les pays industrialisés eux-mêmes. D'ailleurs, selon les calculs de l'OCDE, il arrive que les variations des prix ne produisent tous leurs effets qu'au bout de six ans. Quoi qu'il en soit, six ans c'est long et, selon toute vraisemblance, plus les économies d'énergie déjà réalisées auront été importantes, plus il sera difficile d'en obtenir d'autres. En ce qui concerne la substitution au pétrole, les efforts mis en œuvre commencent à porter leurs fruits, mais les progrès sont lents et il faudra plusieurs années pour que les nouveaux investissements permettent une augmentation notable des approvisionnements en énergie ne provenant pas de l'OPEP. Il faut donc bien admettre, en conclusion, que toute tentative prématurée visant à faire retrouver rapidement au monde industrialisé un niveau de l'emploi et un rythme de croissance plus satisfaisants nécessiterait presque à coup sûr un accroissement de la production de pétrole des pays de l'OPEP, avec tous les risques qui en résulteraient pour les prix et les approvisionnements.

Perspectives d'amélioration

Ce chapitre et le précédent ont montré que le monde industrialisé était enserré dans l'étau des contraintes interdépendantes de l'inflation et de l'énergie. Dans le Chapitre II, on s'est demandé si, dans le contexte inflationniste actuel, les politiques monétaires et budgétaires suivies sont suffisantes. La question vaut tout autant pour l'énergie. L'intérêt croissant suscité, dans plusieurs pays, par les politiques axées sur l'offre, au détriment du recours exclusif à la régulation traditionnelle de la demande signifie que l'on se rend heureusement compte que l'action sur la demande ne permet sans doute plus de faire face à la situation actuelle de l'économie mondiale. Il conviendra probablement d'élargir la base de ces nouvelles conceptions de politique économique et de prendre en compte les prix auxquels le travail et la production sont offerts sur le marché national ainsi que l'approvisionnement en énergie à l'échelle internationale.

En d'autres termes, on pourrait envisager, dans l'idéal, un renforcement sensible des politiques anti-inflationnistes en les faisant reposer sur un consensus plus large entre ce que les Européens désignent souvent par l'expression «partenaires sociaux». Et, dans le domaine de l'énergie, on pourrait, de même, concevoir un degré suffisant de coopération et d'entente entre producteurs et consommateurs de pétrole: il suffirait que les premiers consentent à accroître pendant quelque temps leurs approvisionnements pour permettre aux seconds, ainsi tranquilisés, d'obtenir une reprise de la croissance, tout en poursuivant et en intensifiant leur politique d'économies d'énergie et, surtout, de développement de sources énergétiques nouvelles.

Dans les circonstances actuelles, il sera probablement difficile d'aller de l'avant dans ces domaines fort délicats, politiquement parlant. Dans ce cas, les politiques budgétaires et monétaires restrictives qui ont été appliquées de manière appropriée dans le court terme s'imposeront aussi sur une plus longue période.

IV. POLITIQUE MONÉTAIRE ET MARCHÉS DES CAPITAUX

Les marchés des capitaux ont connu l'an dernier une situation particulièrement agitée. Les taux d'intérêt ont enregistré des fluctuations considérables, pour atteindre des niveaux sans précédent et, pendant de longues périodes, les taux à court terme ont été inhabituellement élevés par rapport aux rendements à long terme. L'intensification de l'inflation engendrée par la seconde crise pétrolière et les efforts déployés par les différents pays pour éviter d'alimenter cette hausse des prix ont contribué à faire monter les taux d'intérêt. Les mesures visant à freiner l'expansion monétaire ont été maintenues en vigueur, et de nombreux pays se sont employés résolument à limiter la dépréciation de leur monnaie pour ne pas accélérer la spirale des coûts et des prix internes.

Le ralentissement des rythmes d'expansion de la masse monétaire en termes nominaux et réels, les niveaux élevés des taux d'intérêt réels et la stagnation de l'économie témoignent de l'existence, dans maints pays, de conditions monétaires nettement restrictives. Il se peut cependant que, dans certains cas et surtout aux Etats-Unis, la vigueur des anticipations inflationnistes ait atténué, du moins pendant un certain temps, l'efficacité de cette politique.

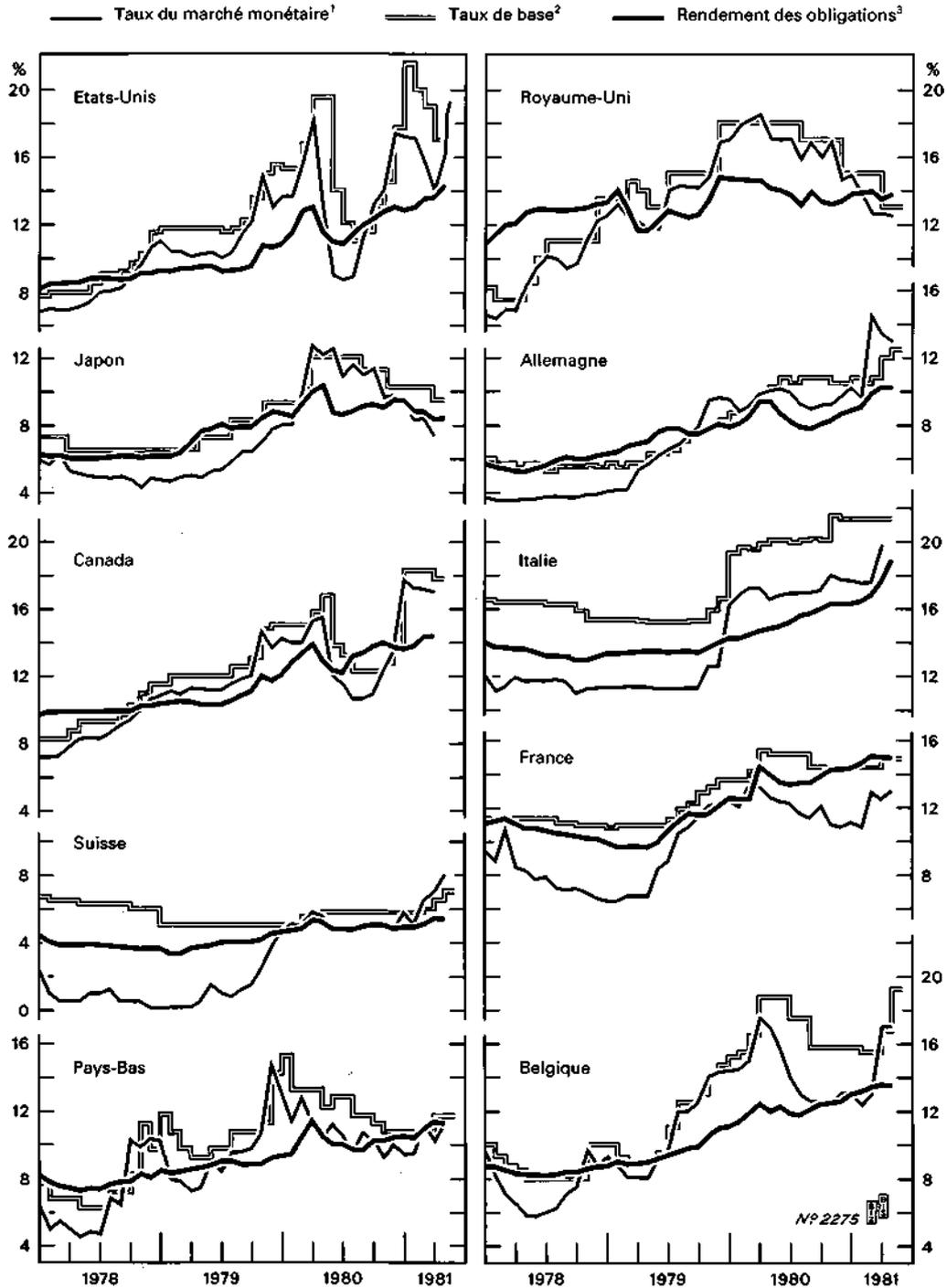
La situation financière des entreprises et celle du secteur public ont été soumises, l'an dernier, à de nouvelles tensions, liées en grande partie à des raisons d'ordre conjoncturel. La trésorerie des entreprises, qui n'a été solide qu'au Japon, est devenue dans un certain nombre de cas plus fragile, du fait qu'elle a été largement tributaire des moyens de financement extérieurs, souvent à court terme. Le financement monétaire du secteur public a été modéré jusqu'à présent mais, dans certains pays, il est possible que les besoins d'emprunt de l'Etat aient été en partie à l'origine de problèmes extérieurs et du niveau élevé des taux d'intérêt réels.

Depuis un an ou deux, des changements notables ont été apportés aux méthodes de régulation monétaire aux Etats-Unis et dans d'autres pays importants. Cette évolution soulève trois questions essentielles: quelle est l'efficacité de méthodes différentes de régulation monétaire? Quels délais convient-il de fixer à la réalisation des objectifs intermédiaires? Quelles sont les conséquences pour les taux d'intérêt et les taux de change? Certes, la lutte contre l'inflation peut incomber en premier lieu à la politique monétaire, et il importe d'améliorer les techniques de régulation. Mais il convient également de mesurer les risques qui peuvent découler d'un mauvais dosage des moyens d'action utilisés. Les taux d'intérêt peuvent atteindre des niveaux trop élevés si le resserrement monétaire n'est pas appuyé par une politique budgétaire appropriée et également, lorsque c'est possible, par une politique des revenus.

Taux d'intérêt

L'évolution des taux d'intérêt illustre remarquablement la diversité des pressions qui se sont exercées durant l'année sur les marchés des capitaux.

Taux d'intérêt à court et à long terme



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

Aux Etats-Unis, les taux d'intérêt, à court et à long terme, ont accusé des variations d'une ampleur sans précédent. Après une ascension vive, mais irrégulière, à partir de l'été 1979, les taux du marché monétaire atteignirent des niveaux élevés au printemps de 1980. Plus saisissant encore a été le recul ultérieur qui, en l'espace de trois mois, ramena le taux des fonds fédéraux de 20% à 8½% et celui du papier commercial à quatre-vingt-dix jours de 18% à 8%. Cependant, la situation se renversa bientôt et, à la mi-décembre, le taux des fonds fédéraux se situait à plus de 20% et celui du papier commercial pratiquement au même niveau, c'est-à-dire qu'ils dépassaient même les sommets du printemps précédent. Un fléchissement de quelque sept points au début de 1981 fut suivi d'un nouveau mouvement ascendant en avril-mai. Les taux débiteurs de base annoncés par les banques, qui avaient atteint 20% en avril 1980, tombaient à 11% en août, remontaient à 21½% en décembre et, après être descendus à 17% au début d'avril 1981, s'établissaient à 20% à la mi-mai. Le rendement des obligations qui, aux Etats-Unis, ne réagit traditionnellement qu'avec lenteur à des mouvements même considérables des taux à court terme, a également enregistré d'importantes fluctuations l'an dernier et, dans l'ensemble, une hausse sensible.

Dans la plupart des autres pays industrialisés, les taux d'intérêt à court et à long terme avaient progressé, fin 1979 et début 1980, à peu près au même rythme que les taux américains pour se situer à des niveaux généralement élevés par comparaison avec le passé. En Allemagne, la faiblesse de la position extérieure a rendu l'an dernier les taux d'intérêt exceptionnellement sensibles à l'évolution des taux en dollars. Bien que l'appréciation de la monnaie américaine se soit en partie répercutée sur le cours de change du deutsche mark par rapport au dollar, il n'en reste pas moins que les taux à court et à long terme sont demeurés à des niveaux qui, bien que très inférieurs à ceux des taux en dollars, ont été les plus hauts que l'Allemagne ait connus depuis 1973-74. En outre, ils sont encore montés au début de 1981, lorsque le deutsche mark connut un nouvel accès de faiblesse. En Suisse, le loyer de l'argent a suivi une évolution à peu près semblable. En France et aux Pays-Bas, pays dont la monnaie a été, la plupart du temps, relativement forte au sein du Système monétaire européen en 1980, les taux à court terme ont progressivement fléchi à partir de leurs sommets élevés du début de l'année. En Belgique, les taux du marché monétaire ont connu une évolution identique en 1980, mais ils ont fortement progressé en mars 1981 lorsque des mesures furent prises pour soutenir le franc belge. En France, les taux du marché monétaire se sont fortement tendus au début de mai. En Italie, les taux à court terme, en hausse sensible vers la fin de 1979, ont encore augmenté entre l'automne 1980 et le printemps 1981, en raison du resserrement progressif de la politique monétaire. Les rendements des obligations se sont accrus à des degrés divers au cours de l'année aux Pays-Bas, en France, en Belgique et en Italie.

Au Royaume-Uni, les taux d'intérêt ont été dans une large mesure protégés de l'évolution sur les marchés des capitaux à l'étranger grâce à la fermeté de la livre, due au pétrole de la Mer du Nord. Ils ont toutefois été maintenus à des niveaux élevés, du fait que les autorités se sont employées à freiner l'expansion rapide de M_3 en sterling. Comme la position concurrentielle se trouvait menacée par la vigueur de la monnaie britannique fin 1980 et début 1981, des mesures ont été prises pour encourager une détente des taux dans le compartiment à court terme du marché.

Au Japon, la banque centrale a favorisé un recul accentué des taux du marché monétaire à partir du printemps de 1980 en liaison avec le raffermissement du yen. Le freinage de l'expansion monétaire a contribué à contenir les effets inflationnistes de la seconde crise pétrolière sur l'économie interne, et l'ajustement réel, réalisé plus rapidement cette fois-ci, s'est progressivement fait sentir au niveau de la balance des paiements courants. Les rendements des obligations ont eux aussi légèrement fléchi.

La configuration récente des taux d'intérêt a été caractérisée par une structure inversée des taux de rendement (en fonction des échéances) anormalement accentuée et, dans de nombreux cas, persistante. Aux Etats-Unis, chaque fois qu'en 1980 et au début de 1981 les taux ont atteint des sommets, le taux du papier commercial à quatre-vingt-dix jours s'est établi à plus de cinq points au-dessus du rendement des obligations de sociétés de premier rang. Cette évolution traduit les fluctuations de l'activité économique ainsi que l'instabilité des taux à court terme, due à la nouvelle orientation de la politique économique axée sur le contrôle des réserves des banques. Les taux courts ont également nettement dépassé, en certaines occasions, les taux longs au Japon et dans la plupart des pays d'Europe occidentale. Durant les deux dernières années, les taux du marché monétaire sont restés supérieurs aux rendements des fonds d'Etat ou des obligations du secteur public pendant une période exceptionnellement longue (quelque dix-huit mois ou plus) en Allemagne, au Royaume-Uni, en Belgique et aux Pays-Bas. De telles relations de taux d'intérêt peuvent laisser supposer que l'on s'attend à une réduction ultérieure de l'inflation. Toutefois, elles semblent également traduire une pénurie aiguë de liquidités bien plus longue que ce qu'avaient escompté de nombreux agents économiques.

Si l'évolution a été légèrement différente d'un pays à l'autre, les taux d'intérêt se sont partout maintenus, toutefois, pendant la plus grande partie de l'année dernière, à des niveaux qui ont approché et, dans certains cas, dépassé les records absolus enregistrés précédemment. Aux Etats-Unis, en Allemagne et au Japon, la seule période avec laquelle on puisse établir une comparaison est celle du premier choc pétrolier et de la flambée des prix des matières premières qui l'a précédé. Au Royaume-Uni, en Italie, en Belgique, aux Pays-Bas et, dans une moindre mesure, en France, les taux d'intérêt avaient atteint, en 1976, des niveaux élevés, par suite de l'action entreprise par les autorités de ces pays pour s'opposer à l'affaiblissement de leur monnaie sur le marché des changes. Au lendemain du premier choc pétrolier, du fait de l'attention plus ou

Niveaux records des taux d'intérêt¹

Taux d'intérêt	Années	Etats-Unis	Japon	Allemagne fédérale	France	Royaume-Uni	Italie	Belgique	Pays-Bas	Suisse
		taux du mois où le sommet a été atteint, en % par an								
Court terme . .	1973-75	11,9	16,9	14,8	14,8	16,3	18,0	12,0	14,0	6,0
	1976-78	11,0	7,7	5,1	11,0	15,4	20,5	13,8	14,8	3,5
	1979-81 ²	18,2	12,7	14,5	13,3	18,6	19,7	17,5	14,8	8,0
Long terme . .	1973-75	9,3	10,9	10,7	11,5	17,4	12,7 ³	9,3 ³	10,5	7,9
	1980-81 ²	14,3	10,3	10,3	15,0	14,7	18,9	13,6	11,5	5,5

¹ Taux représentatifs (voir graphique page 55; pour le Japon, obligations de sociétés industrielles). Sur la base de données mensuelles moyennes pour les taux à long terme en Allemagne, au Japon, aux Pays-Bas et aux Etats-Unis et de statistiques de fin de mois pour les autres séries. ² Sur la base des données communiquées jusqu'en avril. ³ Ces niveaux ont été dépassés en 1976-77 (14,9% pour l'Italie et 9,4% pour la Belgique).

moins grande attachée par les divers pays à leur position extérieure, les taux d'inflation ont connu une évolution fort divergente. Les enseignements de cette expérience ont été retenus, et il apparaît que les taux d'intérêt élevés qui ont prévalu l'an dernier dans presque tous les pays ont été fortement influencés par la situation extérieure. D'une manière générale, la plupart de ces pays redoutaient surtout l'incidence qu'une dépréciation monétaire excessive risquait d'exercer sur la spirale des salaires et des prix internes.

Indicateurs de l'orientation de la politique monétaire

L'évolution des taux d'intérêt donne à penser que les conditions monétaires sont devenues fort restrictives l'an passé dans les pays industrialisés. Il est vrai que, dans un milieu inflationniste, l'impression fournie par le comportement des taux d'intérêt nominaux peut être trompeuse et qu'il est souvent très difficile d'évaluer avec précision l'orientation de la politique monétaire. Toutefois, l'examen d'une série d'indicateurs peut apporter certains renseignements utiles à cet égard.

Taux d'expansion monétaire. On centre souvent l'analyse de l'évolution de la politique monétaire sur les fluctuations des agrégats monétaires. La prise en considération de l'évolution des agrégats monétaires permet, dans une certaine mesure, d'apprécier l'efficacité des politiques suivies en fonction de critères que les autorités se sont fixés elles-mêmes, étant donné l'importance primordiale qu'elles ont assignée aux objectifs d'agrégats monétaires dans de nombreux pays.

Le tableau montre que l'expansion monétaire s'est ralentie en moyenne dans la plupart des pays, ces dernières années, par rapport aux rythmes notés avant et juste après le premier choc pétrolier. On a également constaté une plus grande stabilité des taux de croissance monétaire que pendant la première moitié des années soixante-dix, période qui fut caractérisée par une explosion monétaire suivie d'une forte contraction conjoncturelle. Les Etats-Unis constituent toutefois une exception notable à cet égard, puisque les agrégats au sens étroit, ainsi que M_2 , se sont accrus aussi rapidement, ces dernières années, qu'auparavant. L'an passé, le taux de croissance des agrégats, au sens large comme au sens étroit, a généralement été inférieur à la moyenne des quatre

Taux d'expansion monétaire

Masse monétaire	Années	Etats-Unis		Japon	Allemagne fédérale	France	Royaume-Uni	Italie	Canada
		A	B						
		d'un quatrième trimestre à l'autre, en %							
Au sens large ¹	moyenne 1971-75	9,6	10,9	17,1	10,3	16,8	17,7	19,7	17,3
	moyenne 1976-80	9,7	10,9	10,3	8,3	12,4	13,0	18,9	14,7
	1975	12,3	9,4	14,5	9,1	17,7	8,6	22,3	17,5
	1980	9,8	9,9	7,7	5,9	10,4	18,5	11,4	10,9
Au sens étroit ²	moyenne 1971-75	5,9	6,0	16,2	10,2	12,4	12,2	15,7	13,4
	moyenne 1976-80	6,3	7,8	5,4	8,1	10,2	12,2	20,5	8,8
	1975	4,8	5,0	10,9	15,4	15,3	22,0	10,3	21,1
	1980	5,0	7,3	-1,8	4,5	8,7	4,0	11,9	9,5

¹ Pour les Etats-Unis, M_2 (colonne A) et M_3 (colonne B); pour le Japon, M_2 + CD (certificats de dépôt); pour l'Allemagne, M_3 ; pour la France, l'Italie et le Canada, M_2 ; pour le Royaume-Uni, M_3 en sterling. ² Pour les Etats-Unis, M_{1A} (colonne A) et M_{1B} (colonne B); pour les autres pays, M_1 .

dernières années – cette différence est très nette presque partout sauf aux Etats-Unis. Au Royaume-Uni, M_3 en sterling a progressé très rapidement, mais M_1 a enregistré un ralentissement comparable à celui qui a été noté dans de nombreux autres pays.

Du fait des rapports existant entre les taux d'intérêt, les détenteurs d'encaisses de transactions et de dépôts d'épargne faiblement rémunérés ont eu tendance à réduire ces actifs, ce qui a contribué à ralentir la croissance des agrégats au sens étroit et aussi, dans bien des cas, au sens large. Au Royaume-Uni, en revanche, le rendement moyen des placements en instruments inclus dans M_3 en sterling est monté en flèche par rapport à ceux des autres formules d'investissement, telles que les obligations. En Italie, le ralentissement de la croissance de M_2 au cours de ces dernières années a été lié à une progression sensible du volume des bons du Trésor détenus par le public. L'expansion de M_3 , qui englobe ces bons, est ressortie à 17% en 1980.

Expansion du crédit interne. En présence d'importants déficits des paiements extérieurs tels que ceux qui ont résulté des deux chocs pétroliers, la croissance de la masse monétaire ne donne pas nécessairement une idée exacte de l'orientation de la politique monétaire dans les différents pays. Dans le cas notamment où le financement d'un déficit extérieur important absorbe un volume considérable de liquidités, il faut tenir compte de l'expansion des prêts bancaires ou du crédit interne total pour évaluer l'incidence des impulsions monétaires qui affectent les économies ouvertes.

Sous l'effet, dans la plupart des cas, d'un accroissement des engagements internes non monétaires du système bancaire et d'une détérioration de sa position extérieure, le crédit bancaire à l'économie s'est développé plus rapidement l'an dernier que la masse monétaire au sens large en Allemagne, en France, en Belgique et aux Pays-Bas. Toutefois, ainsi qu'il ressort du tableau, l'expansion du crédit bancaire a été, dans la plupart de ces pays, relativement modérée et généralement plus lente que durant la période qui

Crédit bancaire et position extérieure nette du système bancaire¹
Variations sur des périodes de douze mois se terminant en décembre

Pays	Crédit interne total ²					Avoirs extérieurs nets ³				
	1973	1974	1975	1979	1980	1973	1974	1975	1979	1980
	en % ⁴					contribution à la croissance de la masse monétaire ⁵				
Japon	17,1	15,1	16,7	8,4	8,4	-3,7	-2,1	-0,8	-2,3	-1,0
Allemagne fédérale	11,0	7,7	10,5	11,5	9,3	5,4	0,7	4,5	-3,8	-1,5
France	15,5	20,1	15,2	15,2	11,1	-1,5	-0,4	1,9	0,6	2,0
Royaume-Uni	31,1	20,7	12,9	19,7	21,7	-3,5	-9,3	-3,7	-5,4	-5,7
Italie	22,6	22,6	22,6	20,0	21,2	-3,8	-5,6	-0,8	1,7	-2,2
Belgique	17,1	10,1	13,6	15,8	12,1	0,4	-2,2	2,8	-7,8	-1,2
Pays-Bas	18,7	15,3	14,1	16,7	10,5	3,6	5,7	4,3	-3,6	-3,6
Suède	10,8	13,5	13,3	19,2	19,7	4,4	-1,2	2,6	-4,3	-2,7
Danemark	12,6	13,4	28,8	14,3	16,7	2,4	-1,4	-2,4	-2,8	-6,5
Canada	19,5	19,6	13,2	18,4	11,1	.	.	.	.	.
Suisse	10,0	7,0	6,8	15,5	14,2	.	.	.	.	.
Espagne	24,9	24,8	22,5	17,2	20,3	1,7	-3,4	-2,6	0,5	-3,1

¹ Chiffres établis essentiellement à partir de sources nationales; pour la Suisse, statistiques financières internationales du FMI. ² Comprend, pour le Royaume-Uni, les emprunts du secteur public à l'étranger. ³ Pour la France, uniquement la Banque de France; comprend, pour le Royaume-Uni, les emprunts du secteur public à l'étranger (-). ⁴ Pour le Royaume-Uni et le Danemark, augmentation, exprimée en pourcentage, de la masse monétaire au sens large, en début de période. ⁵ Augmentation, exprimée en pourcentage, de la masse monétaire au sens large, en début de période. (Pour l'Allemagne et la Suède, M_3 ; pour le Royaume-Uni, M_3 en sterling; pour les autres pays, M_2 .)

a suivi la première hausse brutale des prix du pétrole. Le ralentissement a été particulièrement sensible au Japon, ces dernières années. Dans tous ces pays, les prêts bancaires au secteur privé ont eu tendance à se ralentir et les crédits au secteur public – s'ils sont restés un élément important de l'expansion globale du crédit bancaire en Belgique et aux Pays-Bas – ne se sont pas accrus au même rythme que durant la récession antérieure, lorsque la demande de crédit du secteur privé s'était affaiblie. Lorsqu'on examine le crédit au sens large, il convient de rappeler que les autorités belges et allemandes ont largement recouru aux fonds extérieurs l'an dernier et qu'en Allemagne le secteur des entreprises a également contracté des emprunts substantiels à court terme à l'étranger. Ces transactions ne se reflètent pas dans l'accroissement du crédit bancaire indiqué dans le tableau, mais contribuent à atténuer la détérioration de la position extérieure du système bancaire.

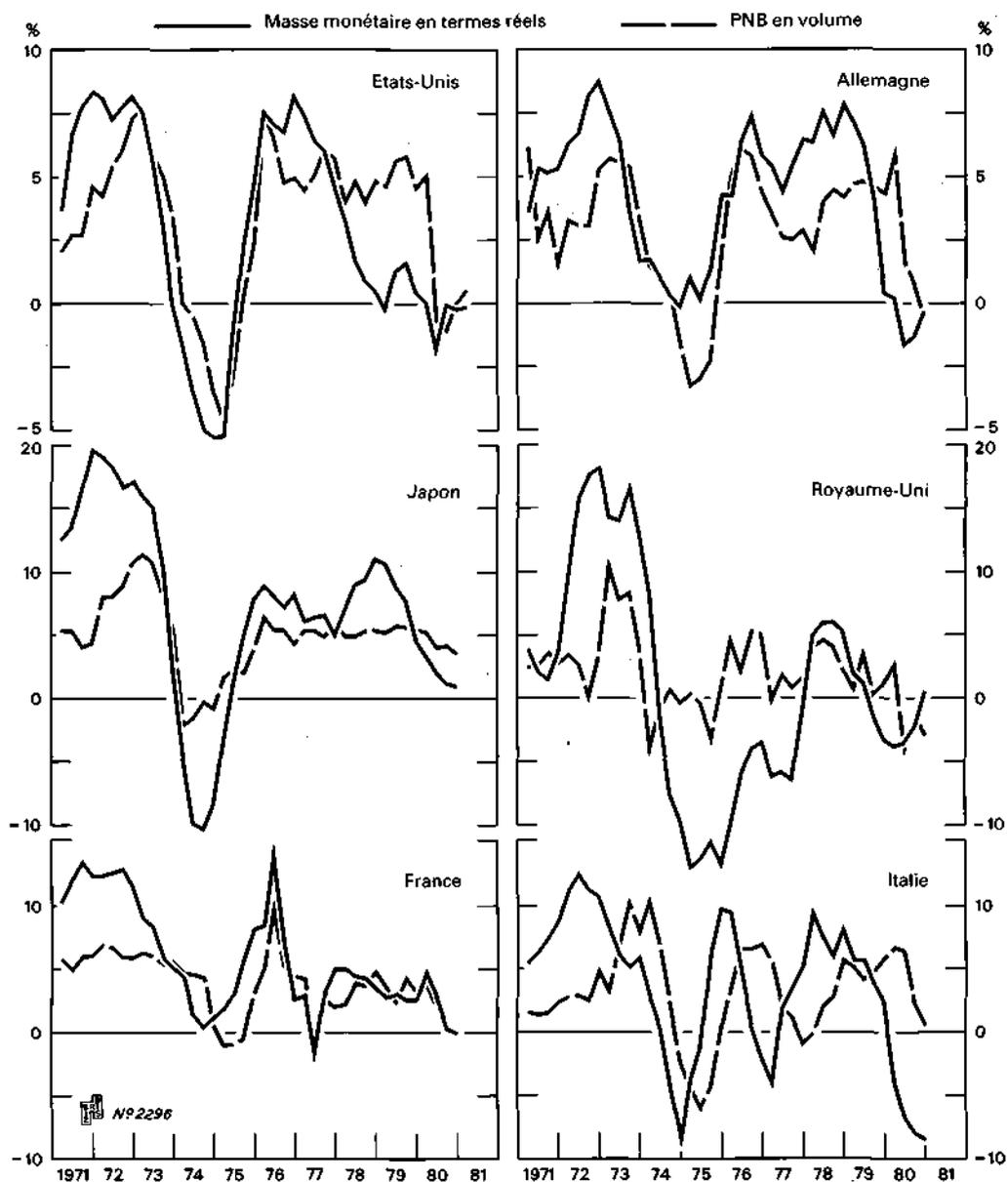
L'expansion du crédit bancaire à l'économie a été forte l'an dernier au Royaume-Uni, en Italie, en Suède, au Danemark et en Suisse, tant par rapport à la progression de la masse monétaire au sens large qu'en valeur absolue. En outre, dans la plupart de ces pays, les banques ont eu largement recours, pour financer cette expansion, à des emprunts extérieurs nets ou à des ressources en devises non comprises dans la masse monétaire. Les prêts bancaires au secteur privé se sont fortement développés en Suisse et en Italie, en raison de la vigueur relative de l'activité économique, ainsi qu'au Royaume-Uni, dans des circonstances toutefois différentes. Les crédits à l'administration centrale ou au secteur public ont néanmoins représenté une part importante de l'expansion globale du crédit bancaire en Italie et au Royaume-Uni, tandis qu'en Suède et au Danemark, l'Etat s'est taillé la part du lion.

La masse monétaire réelle. Les efforts entrepris dans les principaux pays pour réduire le rythme d'expansion monétaire reposent, bien entendu, sur l'idée qu'il en résultera, tôt ou tard, une modération de l'inflation. L'espoir que l'adoption de politiques résolument restrictives et l'annonce d'un engagement des autorités à cet égard pourraient atténuer rapidement les anticipations inflationnistes et les revendications salariales s'est souvent révélé illusoire. Les politiques en vigueur l'an dernier étaient appliquées depuis un certain temps déjà. A la suite des chocs perturbateurs qui se sont produits dans le secteur des prix, des répercussions défavorables sur la production et l'emploi étaient devenues inévitables, même dans le cadre de politiques «gradualistes» qui, dans l'ensemble, sont demeurées inchangées.

Dans la mesure où les taux d'inflation et les rythmes d'expansion monétaire divergent, on peut s'attendre à des fluctuations considérables de la croissance des encaisses monétaires réelles. Si l'importance des variations à court terme de ces encaisses est souvent controversée, leur origine semble liée en pratique, dans de nombreux pays, aux cycles de la production. C'est ce qui ressort du graphique de la page 61, qui établit une comparaison entre les taux d'expansion, calculés sur quatre trimestres, du produit national brut en volume et de la masse monétaire réelle au sens large. Les variations de la masse monétaire ont été ajustées en fonction des fluctuations concomitantes des indices de prix de la dépense intérieure brute.

Dans la plupart des pays, les variations de la masse monétaire réelle ont tendance à précéder celles du produit national brut. Ce type d'évolution s'est produit tout au long des années soixante-dix aux Etats-Unis, en Allemagne et en France et, pendant la

Masse monétaire réelle et produit national brut en volume
Variations sur quatre trimestres, en %*



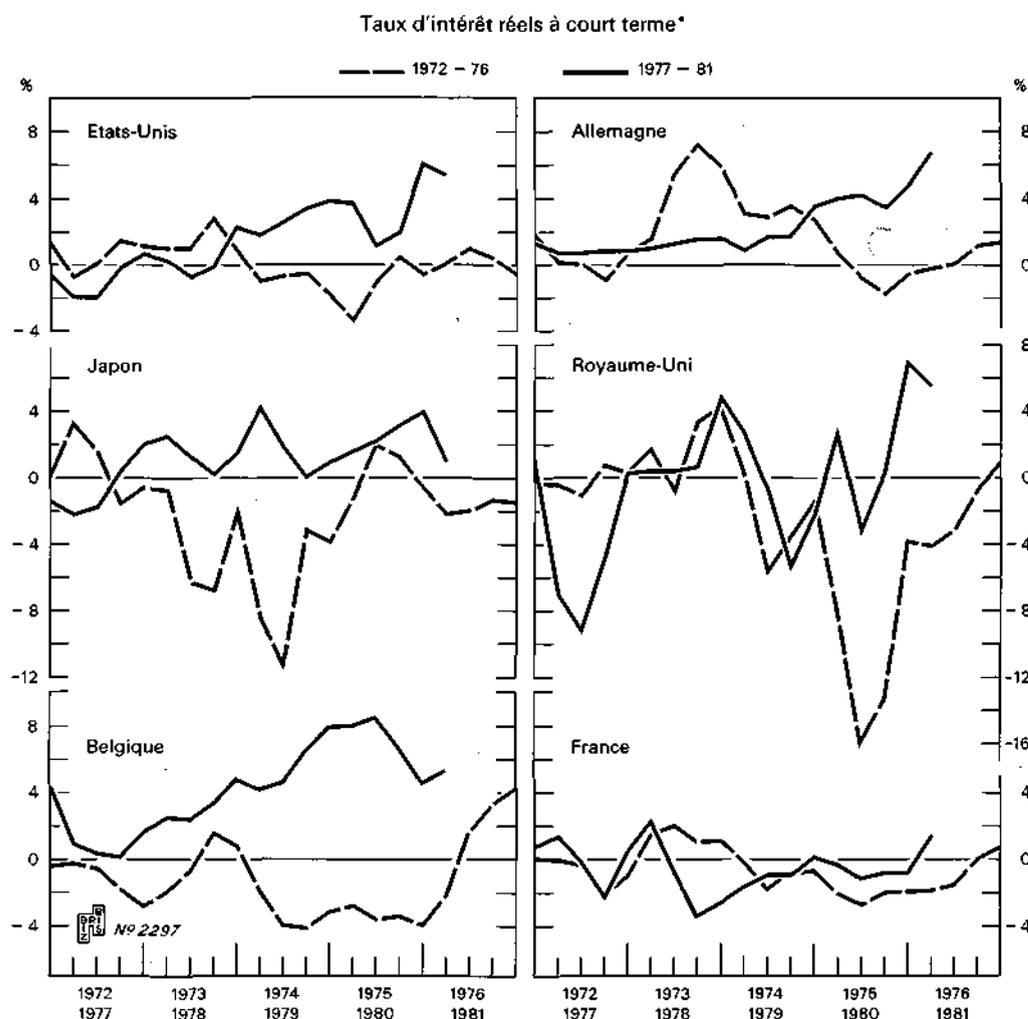
* Calculées à partir de moyennes trimestrielles. Les variations de la masse monétaire au sens large ont été ajustées en fonction des variations des indices de prix de la dépense intérieure brute. Echelle double pour les Etats-Unis et l'Allemagne.

majeure partie de cette période, également au Japon et en Italie. Dans certains pays – notamment au Royaume-Uni – pareille relation vis-à-vis du produit national brut existe également pour les agrégats monétaires au sens étroit.

En termes réels, la croissance des agrégats monétaires au sens large s'est fortement ralentie au cours des deux dernières années dans presque tous les grands pays, et est devenue négative dans plusieurs d'entre eux. En Allemagne, les taux de croissance

de la masse monétaire réelle au sens large semblent également avoir fléchi récemment par rapport à 1974. Il en est de même du taux d'expansion réelle de M_1 — mais non des agrégats au sens large — au Japon et au Royaume-Uni. Aux États-Unis, en revanche, les taux de croissance sur quatre trimestres de M_1 et de M_2 en termes réels (calculés sur la base des prix de la dépense intérieure brute) ont été sensiblement plus élevés, même en 1980, que ceux qui avaient été enregistrés fin 1974 et début 1975.

Taux d'intérêt réels. En raison des difficultés d'interprétation de l'évolution souvent divergente à court terme des divers agrégats monétaires, on s'est de plus en plus rallié à l'idée que les taux d'intérêt corrigés des taux d'inflation attendus pouvaient tout aussi bien constituer un indicateur utile de la situation financière. Les taux d'intérêt réels semblent influencer directement de nombreuses décisions en matière d'emprunt et d'investissement, et ils jouent un rôle important dans certaines conceptions du mécanisme de transmission de la politique monétaire.



* Taux représentatifs du marché monétaire (pour la Belgique, certificats à quatre mois; pour la France, dépôts interbancaires à un mois; pour les autres pays, instruments à trois mois) ajustés en fonction de la moyenne, en taux annuel, des variations des prix à la consommation (pour les États-Unis, prix de la dépense intérieure brute) durant le trimestre en cours et le précédent.

On ne dispose de mesures directes des anticipations de prix que pour quelques pays. Toutefois, sur des périodes assez prolongées, l'évolution effective des prix devrait correspondre dans l'ensemble à celle des anticipations. Le graphique fait ressortir les taux d'intérêt réels à court terme établis à partir des fluctuations de l'indice des prix à la consommation durant le trimestre en cours et le précédent (prix de la dépense intérieure brute dans le cas des Etats-Unis).

Au cours des deux années qui ont suivi le premier choc pétrolier, il semble que les taux réels du marché monétaire soient devenus négatifs, à des degrés divers, dans tous les pays figurant sur le graphique, au fur et à mesure que l'inflation s'accélérait. Aux Etats-Unis, au Japon, en Allemagne et en Belgique, ces taux réels paraissent toutefois être redevenus positifs en 1978-80. En France et au Royaume-Uni, les taux réels du marché monétaire ont généralement été plus élevés en 1979-80 qu'au cours de la période 1974-75 et ils sont devenus nettement positifs à la fin de l'an dernier. Aux Etats-Unis, au Japon, en France, au Royaume-Uni et en Belgique, les rendements des obligations, qui étaient sensiblement inférieurs aux taux d'inflation courants en 1974-75, ont largement dépassé ces derniers à la fin de 1980. Sous cet angle, les rendements «réels» des obligations semblent être demeurés positifs en Allemagne durant toute la décennie 1970 et s'être de nouveau accrus au début de 1981. On ne peut qu'être frappé par les niveaux élevés des taux d'intérêt par rapport aux rythmes d'inflation en Belgique, pays où la politique monétaire a été largement axée sur la stabilisation du cours de change, en présence d'un déséquilibre budgétaire et d'un important déficit extérieur en compte courant. Les rendements «réels» des obligations paraissent également relativement élevés au Danemark et, dans une moindre mesure, en France.

Des calculs de ce genre ne peuvent avoir qu'une valeur indicative. Lorsque les taux d'inflation sont élevés, des hausses irrégulières et disparates des taux d'intérêt risquent de perdre une partie de leur effet de dissuasion sur les dépenses. Il semble également qu'au fil des ans le phénomène de l'illusion monétaire ne revête plus la même importance. Si tel est le cas, les emprunteurs et les prêteurs peuvent être amenés de plus en plus à fonder leurs décisions d'investissement et de placement sur des taux de rendement réels, et à considérer que les taux nominaux élevés ne doivent pas s'écarter des rendements des actifs réels. En pratique, les décisions prises sur le plan financier sont sans doute également influencées par les coûts et rendements après impôt. Aux Etats-Unis, par exemple, certaines sociétés emprunteuses ainsi que certains prêteurs du secteur des ménages peuvent déduire, au titre des impôts, la moitié environ du taux d'intérêt nominal avant d'effectuer l'ajustement correspondant à l'inflation. Toutefois, lorsque les entreprises enregistrent une forte compression de leurs revenus imposables et qu'elles sont contraintes d'emprunter uniquement pour éviter une liquidation judiciaire, pareil ajustement ne paraît pas indiqué. En outre, l'incertitude même qui entoure l'évolution future du niveau ou des rapports de prix risque de dissuader les emprunteurs potentiels de contracter des engagements financiers à des taux d'intérêt nominaux élevés.

Pénuries et rationnement du crédit. Il est possible que, en cas de rationnement du crédit, les variations de la masse monétaire et des taux d'intérêt ne reflètent pas correctement l'incidence de la politique monétaire. Au cours de ces dernières années, les autorités américaines et britanniques ont moins recouru à l'encadrement du crédit; en outre, dans de nombreux pays, la suppression des contrôles sur les taux d'intérêt et la

concurrence plus vive en matière de taux d'intérêt au sein du système financier ont eu tendance à réduire l'efficacité du rationnement appliqué par les banques. Aux Etats-Unis, l'influence du plafonnement des taux d'intérêt a progressivement diminué. Le programme de contrôle du crédit a constitué une forme d'intervention directe sur les marchés, mais ses effets, bien que sensibles, n'ont eu qu'une durée limitée. Au Royaume-Uni, le système du «corset» a été levé en juin 1980 et, par la suite, le crédit bancaire a connu une forte expansion. Toutefois, il faut peut-être voir là davantage un phénomène de réintermédiation et une détérioration de la position financière des entreprises qu'une accumulation de pressions durant la période d'application des mesures de contrôle.

Des systèmes de limitation ou d'encadrement du crédit sont toujours en vigueur au Japon, en France, en Italie, aux Pays-Bas et dans un certain nombre de pays industriels moins importants. La politique de «window guidance» de la Banque du Japon a été progressivement assouplie en cours d'année et n'agit plus de façon restrictive. Par contre, les contrôles ont été renforcés en France et en Italie, et la forte expansion des crédits liés au commerce extérieur semble indiquer que la limitation imposée aux autres catégories de prêts a fait sentir ses effets. Aux Pays-Bas et en France, les banques ont pu librement étendre leurs prêts hors plafond financés à l'aide de ressources non monétaires. Si cette possibilité a peut-être atténué les effets du resserrement sur l'offre de crédit, elle semble avoir également contribué aux pressions des taux d'intérêt sur les marchés financiers.

Le niveau élevé et relativement difficile à prévoir des taux d'inflation a pratiquement paralysé, dans certains pays, les marchés des capitaux à long terme et à intérêt fixe. Les instruments à court terme ou à taux variables peuvent constituer des solutions partielles de rechange, mais il est possible que certains emprunts destinés au financement d'investissements productifs à long terme ou de constructions de logements aient été découragés. Aux Etats-Unis, les possibilités de financements obligataires et hypothécaires se sont trouvées fortement réduites chaque fois que les taux d'intérêt ont atteint leur niveau record, mais il est fort possible que seul le calendrier des opérations ait été influencé.

On en est venu, dans de nombreux pays, à considérer *les cours de change* comme des objectifs ou des indicateurs intermédiaires de la politique monétaire, et leurs fluctuations sont parfois révélatrices de changements d'opinion sur l'efficacité relative de politiques axées essentiellement sur la régulation de la masse monétaire. Cependant, les marchés des changes réagissent également à de nombreuses influences non monétaires, et les rapports entre les cours de change et la situation monétaire sont extrêmement complexes. L'an dernier, les marchés semblent avoir misé sur des interventions des autorités pour limiter les fluctuations des cours de change, de sorte qu'on a attaché plus d'importance aux écarts de taux d'intérêt en termes purement nominaux. Aussi a-t-il fallu durcir, dans une certaine mesure, le resserrement monétaire dans des pays à taux d'inflation relativement peu élevé. Un autre problème tient au fait que les effets de l'appréciation de la monnaie sont longs à se faire sentir totalement, tandis que l'influence de la dépréciation du cours de change sur le rythme d'inflation peut s'exercer presque immédiatement. La vigueur de la livre sterling a contribué au ralentissement de l'inflation au Royaume-Uni, mais en partie au déclin de la rentabilité des industries tournées vers l'exportation.

Indications fournies par l'économie. Les politiques monétaires appliquées ces dernières années étaient en grande partie destinées à lutter contre l'inflation mais, comme à l'accoutumée, elles ont eu des répercussions sensibles sur la production. L'incidence de la politique monétaire sur les composantes de la dépense globale sensibles aux variations des taux d'intérêt s'est manifestée l'an dernier, dans certains pays, à travers l'évolution des stocks et la construction de logements. L'investissement fixe s'est en général montré assez résistant, peut-être en raison des anticipations inflationnistes à long terme, mais aussi à cause de l'importance accrue attachée aux programmes d'économies d'énergie. Le fait qu'un redressement s'est amorcé rapidement à la fin de 1980 aux Etats-Unis, alors que la production accusait un recul sérieux et prolongé dans les autres pays, confirme dans l'ensemble l'impression fournie par les indicateurs de la situation financière.

Dans certains pays, l'évolution des prix et de la production donne à penser que les conditions monétaires ont été plus rigoureuses que ne l'indique le comportement des variables intermédiaires l'an dernier. C'est ainsi qu'au Royaume-Uni l'expansion de la masse monétaire au sens large a dépassé l'objectif fixé par les autorités, tandis que l'économie semblait dans la récession la plus grave enregistrée depuis la seconde guerre mondiale, sous l'effet principalement des pressions conjuguées des salaires et du cours de change sur la situation financière des entreprises. Dans d'autres pays, la situation financière du secteur privé a également été soumise à des pressions, dont l'incidence a cependant été moins forte jusqu'à présent. Au Japon, notamment, les entreprises semblent bien placées pour résister à ces tensions mais, dans de nombreux pays, les événements de ces dernières années ont rendu ce secteur de l'économie particulièrement dépendant du financement extérieur.

Il convient de se demander si, en cas de difficultés économiques imprévues, on peut s'écarter quelque peu d'un objectif monétaire déclaré ou d'un objectif de cours de change, et s'il y a lieu de modifier légèrement les normes fixées. Lorsque les objectifs monétaires déclarés sont considérés comme la pierre angulaire des stratégies de lutte contre l'inflation, le fait de ne pas les respecter fidèlement risque d'entamer la crédibilité dans la détermination des autorités. Pourtant, la fonction de demande de monnaie et les marchés de change sont souvent instables, tandis que, dans de nombreux pays, les normes ont été fixées sur la base de considérations assez simples qui peuvent se révéler inadéquates. On reconnaît généralement, à présent, que les répercussions des chocs extérieurs sur l'offre ne peuvent pas être neutralisées par la simple application d'une politique de crédit expansionniste; quant au «réglage fin» de la demande, il a peu de partisans. S'il semble en découler qu'il faut mettre davantage l'accent sur une stratégie de stabilisation à moyen terme, il n'est pas toujours possible d'établir rapidement la confiance en une telle approche. Ainsi, dans les cas où l'héritage des politiques antérieures n'est guère encourageant, les autorités pourront ne disposer que d'une faible marge de manœuvre pour respecter leurs objectifs déclarés à court terme.

Situation financière du secteur privé et marchés du crédit

On ne saurait juger l'incidence de la politique monétaire sur l'économie en considérant uniquement l'évolution des agrégats monétaires. Pour avoir une vue complète de l'interaction entre les compartiments financier et réel de l'économie, il est

nécessaire d'examiner la situation financière des divers secteurs sous un angle plus vaste.

Le secteur des entreprises. La situation financière des entreprises a subi l'an dernier une détérioration de nature conjoncturelle dans de nombreux pays industriels. En général, la récession actuelle a eu jusqu'à présent un impact moins marqué que la précédente mais, dans bien des cas, la reprise a été incomplète et n'a pas permis aux entreprises de retrouver des bilans aussi solides que naguère. La situation diffère toutefois sensiblement d'un pays à l'autre, comme le montre par exemple le rapport fonds propres/investissements bruts. Aux Etats-Unis, le ratio d'autofinancement des sociétés non financières, qui avait fortement diminué en 1979, a quelque peu progressé l'an passé, les entreprises ayant comprimé leurs dépenses en capital fixe et sous forme de stocks. Si, en 1979 comme en 1980, ce ratio n'a pas été aussi faible qu'en 1974, les entreprises ont cependant dépendu en moyenne davantage du financement extérieur, ces dernières années, que durant les années soixante. Au Royaume-Uni, la dégradation de la capacité d'autofinancement des sociétés non pétrolières, qui s'est amorcée l'an dernier, a été comparable à celle de 1974; cependant, instruites apparemment par leur expérience antérieure, ces entreprises ont rapidement réduit leurs dépenses d'investissement. Au Japon et en Allemagne, en revanche, le ratio d'autofinancement des entreprises s'est notablement amélioré en 1975-79, grâce en partie aux mesures de

Ressources internes et ratios tirés du bilan des sociétés non financières¹

Ratios financiers		Moyenne		1973	1974	1975	1978	1979	1980
		1960-69 ²	1970-79 ³						
en %									
Etats-Unis	Ratio d'autofinancement	89	83	74	61	109	84	83	87
	Actifs liquides/endettement à court terme . . .	92	54	55	46	58	50	46	48
	Endettement à long terme/endettement total ⁴	69	65	65	62	66	64	62	61
	Capital social ⁵ /endettement total ⁴	296	167	173	107	135	124	124	145
Japon	Déficit financier/investissement ⁶	31	27	38	41	25	7	19	21
	Actifs liquides/emprunts	44	48	48	46	46	49	49	47
Allemagne fédérale	Ratio d'autofinancement	77	80	71	75	88	100	85	80
	Actifs liquides /endettement à court terme . . .	92	113	107	97	113	136	124	114
	Endettement à long terme/endettement total ⁴	61	66	64	64	67	68	66	65
	Capital social ⁵ /endettement total ⁴	85	49	47	43	50	47	41	39
France	Ratio d'autofinancement . . . . .	.	61	59	47	62	67	67	56
	Actifs liquides/ensemble des crédits . . . . .	.	26	24	24	27	28	30	29
Royaume-Uni	Ratio d'autofinancement	99	97	99	52	112	101	71	75
	Actifs liquides/emprunts bancaires	94	64	64	50	61	67	59	58
Belgique	Ratio d'autofinancement . . . . .	.	69	75	52	55	83	73	66

¹ Estimations BFI, établies à partir de données nationales en fin de période pour les montants en cours (sauf dans le cas des ratios d'autofinancement et de déficit financier). Les données portent sur les sociétés non financières aux Etats-Unis, en France et en Belgique, sur le secteur des entreprises privées au Japon, sur les sociétés industrielles et commerciales au Royaume-Uni, sur le secteur des entreprises (à l'exclusion de la construction de logements) en Allemagne. Le ratio d'autofinancement est normalement le rapport entre, d'une part, l'épargne brute et les transferts en capital reçus (nets) et, d'autre part, l'investissement brut. (Pour le Royaume-Uni et les Etats-Unis, l'épargne et l'investissement sont tous deux calculés après déduction de la réévaluation des stocks.) Les actifs liquides consistent essentiellement en dépôts bancaires, mais comprennent, dans quelques cas, des titres d'Etat et certaines autres valeurs mobilières. ² Pour le Royaume-Uni, 1963-69. ³ Pour la Belgique, 1972-79. ⁴ Endettement sur le marché du crédit. ⁵ Valeur en Bourse. ⁶ Indicateur approximatif. Le dénominateur ne comprend pas l'investissement brut des entreprises du secteur public.

rationalisation et à la modération relative des augmentations de salaires, mais aussi, pour une part, au ralentissement du rythme de progression des investissements. Dans ces deux pays, la nouvelle dégradation de la conjoncture a été jusqu'à présent de portée limitée. En France, en Italie et en Belgique, la capacité interne de financement des entreprises, qui s'était accrue en 1976-79, s'est contractée l'an dernier, moins brutalement toutefois qu'en 1974.

Parallèlement, on a constaté, dans de nombreux pays, une réduction de la liquidité des entreprises et un élargissement de la part des emprunts à court terme. Au Royaume-Uni, le ratio actifs liquides/emprunts bancaires des sociétés industrielles et commerciales était tombé, en juin 1980, à un niveau sans précédent depuis 1974. Aux Etats-Unis, les entreprises non financières ont vu leurs ratios actifs liquides/endettement à court terme et endettement à long terme/endettement total fléchir progressivement depuis le milieu des années soixante, pour atteindre l'an dernier leurs niveaux les plus bas. Les sociétés ont sensiblement développé leurs recours au financement obligataire pendant le printemps et l'été de 1980, mais la nouvelle flambée des taux d'intérêt a rapidement mis un terme à ce processus de restructuration. La position de liquidité des entreprises s'est quelque peu détériorée l'an dernier au Japon et en Allemagne, mais ce mouvement faisait suite à une amélioration sensible qui durait depuis plusieurs années. En Allemagne et, semble-t-il, également au Japon, la facilité d'accès des entreprises au crédit bancaire à long terme pendant la dernière décennie leur a permis d'être moins tributaires du financement à court terme. Aux Etats-Unis, les conditions relativement favorables des marchés des actions ont été à l'origine, l'an dernier, d'un accroissement notable des émissions de valeurs à revenu variable. Le ratio capital social/endettement s'est sensiblement accru, sans atteindre toutefois les niveaux caractéristiques des années soixante. Mesurés à leur valeur en Bourse, les ratios capital social/endettement ont fortement baissé ces dernières années dans la plupart des pays industrialisés.

**Etats-Unis: fonds collectés sur les marchés du crédit
par les secteurs nationaux non financiers**

Postes	1973	1974	1975	1978	1979	1980				1981 1er trimestre
						1er trimestre	2ème trimestre	2ème semestre	année	
en % du produit national brut										
Sociétés non financières . . .	7,2	6,9	3,2	6,0	6,5	6,6	3,2	5,1	5,0	5,0
Actions	0,6	0,3	0,7	0,1	0,2	0,4	0,2	0,6	0,4	0,5
Obligations	0,8	1,5	1,9	1,1	1,0	1,0	1,8	0,9	1,2	1,0
Titres de l'open market . . .	0,1	0,4	-0,2	0,2	0,4	1,2	0,8	-0,6	0,2	0,4
Prêts bancaires et autres . . .	5,7	4,7	0,8	4,6	4,9	4,0	0,4	4,2	3,2	3,1
Ménages	6,0	3,6	3,3	7,5	6,8	5,3	1,6	4,2	3,8	4,5
Prêts hypothécaires	3,6	2,6	2,6	4,9	4,6	4,0	2,2	3,3	3,2	2,8
Crédit à la consommation . . .	2,0	0,7	0,6	2,3	1,8	0,9	-1,3	0,4	0,1	1,0
Prêts bancaires et autres . . .	0,4	0,3	0,1	0,3	0,4	0,4	0,7	0,6	0,6	0,7
Secteur public*	1,7	2,3	6,3	3,4	2,2	3,5	3,6	4,6	4,1	4,1
Total*	14,9	12,8	12,8	16,9	15,5	15,4	8,4	13,9	12,9	13,6

*Dédution faite des variations de l'encaisse du secteur public américain.

Devant la pénurie de fonds propres, les difficultés de collecter sur le marché de nouveaux capitaux à risque et l'incertitude entourant l'évolution des taux d'intérêt sur le marché des obligations, les entreprises ont été amenées, dans nombre de pays, à recourir massivement au crédit bancaire assorti de taux d'intérêt variables et aux instruments du marché à court terme, tels que les billets à ordre, les acceptations ou le papier commercial. Ce comportement traduit en partie les efforts accomplis par les sociétés industrielles et commerciales pour réduire au maximum leurs encaisses et adapter leurs méthodes de collecte de capitaux à l'évolution des coûts; il reflète en outre la présence de facteurs extérieurs à la sphère de décision des entreprises, tels que les contraintes fiscales et l'inflation. Cette situation a également rendu les entreprises plus vulnérables à la dégradation de la situation économique et financière.

Le secteur des ménages. L'an dernier, les ménages ont restructuré de manière assez souple leur situation financière pour répondre aux modifications des perspectives économiques et de la courbe des rendements. En 1979, les prêts au logement et le crédit à la consommation avaient connu une vigoureuse expansion dans nombre de pays et, aux Etats-Unis, l'endettement des ménages sous forme de prêts remboursables par mensualités, mesuré par rapport au revenu disponible, avait atteint des niveaux sans précédent. D'une manière assez générale, le rythme d'emprunt des ménages s'est ralenti l'an passé, et l'accumulation d'actifs financiers s'est accrue, dans des proportions moins spectaculaires toutefois que pouvait le laisser présager l'expérience de 1974.

Aux Etats-Unis, les prêts à la consommation se sont fortement contractés durant la période qui a suivi l'annonce, en mars 1980, du programme d'encadrement du crédit. L'endettement des ménages au titre des achats à tempérament a sensiblement fléchi par rapport au revenu disponible et n'a pas empêché une nouvelle flambée des dépenses de consommation. Les difficultés rencontrées par les organismes d'épargne pour s'aligner sur la hausse des taux d'intérêt ont réduit le flux des crédits hypothécaires; cette contraction a toutefois été moins forte que lors des périodes antérieures de restriction du crédit, par suite des modifications apportées à la réglementation pour permettre l'émission d'instruments d'épargne plus attrayants. D'une façon générale, l'endettement hypothécaire à taux fixe a été découragé par les taux d'intérêt, jugés trop élevés pour durer. Mais, vers la fin de l'année, comme les espoirs d'une baisse rapide des taux d'intérêt s'amenuisaient, les emprunteurs ont attaché davantage d'importance à la perspective de voir la forte hausse des coûts de construction et de l'immobilier se poursuivre. Aux Etats-Unis, on a davantage recouru à de nouveaux instruments de crédit hypothécaire assortis de taux d'intérêt variables et permettant aux prêteurs, dans certains cas, de bénéficier des plus-values immobilières. De ce fait, les prêts hypothécaires ont connu un développement assez intense, même lorsque les taux d'intérêt se sont raffermis. Au début de 1981, toutefois, les prix des logements ont commencé à se détendre.

Le rythme d'accumulation d'actifs financiers par les ménages a été assez modeste, l'an dernier, dans la plupart des pays. On a constaté, en général, une modification dans la composition des placements des ménages, qui ont préféré les dépôts à terme aux dépôts à vue et d'épargne; dans nombre de cas, ce changement a été beaucoup plus marqué que pendant la précédente période de taux d'intérêt élevés. Dans certains pays, les ménages ont procédé à d'importantes acquisitions d'actifs financiers à plus long

terme, notamment d'obligations, mais ces achats ont été fortement concentrés sur des périodes relativement courtes, où les taux d'intérêt étaient en net repli. Au Royaume-Uni, contrairement à ce qui s'est passé dans la plupart des autres pays, l'excédent financier du secteur des ménages s'est nettement accru et a ainsi contribué à l'expansion rapide de la masse monétaire au sens large. Outre les écarts de taux d'intérêt, la gamme limitée d'instruments attrayants offerts aux particuliers désireux de détenir leur patrimoine sous d'autres formes qu'en dépôts bancaires a pu jouer un rôle à cet égard et, depuis lors, de nouvelles catégories de titres d'Etat sont proposées aux ménages.

Crédit bancaire au secteur privé. En présence de pressions financières croissantes et de modifications constantes des relations de taux d'intérêt, l'évolution du crédit bancaire au secteur privé a été fort différente, voire contrastée, dans les divers pays; aux Etats-Unis, les prêts bancaires s'étaient fortement développés au début de 1980, juste avant l'introduction des mesures d'encadrement du crédit. Au deuxième trimestre, leur volume s'est contracté pendant une brève période – moins fortement qu'en 1974 – pour reprendre peu après son expansion, puis s'accélérer au quatrième trimestre. Cette évolution a valu à la fois pour les prêts aux entreprises et les prêts aux particuliers; dans le premier cas cependant, les fluctuations ont été amplifiées par les changements dans la structure du financement des entreprises induits par les variations relatives des taux débiteurs de base des banques et le coût d'émission des instruments du marché à court terme. Au début de 1981, les banques ont réagi aux pressions de la concurrence en développant leurs prêts négociés à des taux d'intérêt autres que leur taux de base annoncé.

Etats-Unis: variations dans la répartition des prêts bancaires¹

Postes	1974	1975	1976	1979	1980				Encours décembre 1980 ²
					1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en %									
Titres du Trésor	- 8,5	52,9	22,5	0,4	3,0	10,6	39,6	11,3	109,6
Autres prêts et placements . . .	12,0	0,3	6,1	12,6	12,2	- 5,7	11,2	14,7	1.127,3
Prêts aux entreprises ³	19,3	- 3,8	1,3	17,5	16,7	- 9,6	14,4	22,3	325,3
<i>Pour mémoire:</i>									
Crédit à court terme aux entreprises ⁴	23,6	- 4,0	4,5	20,0	22,0	0,6	8,0	16,5	476,3

¹Variations annuelles ou trimestrielles, en taux annuels, établies sur la base du dernier mois de la période. ² En milliards de dollars EU. ³ Prêts accordés aux entreprises commerciales et industrielles. ⁴ Prêts commerciaux et industriels accordés par les banques commerciales, plus papier commercial non financier, prêts accordés aux entreprises par les sociétés financières et acceptations bancaires en circulation en dehors des banques.

Les crédits accordés par le système bancaire à l'économie n'ont progressé que modérément l'an dernier au Japon, où la situation des entreprises est restée assez solide; dans nombre de pays d'Europe continentale, en revanche, leur rythme s'est progressivement ralenti jusqu'à la fin de l'année, sous l'effet probablement des réactions de précaution tant des entreprises que des ménages devant l'affaiblissement de l'activité économique. Ces crédits ont toutefois recommencé à s'accélérer dans certains de ces pays vers la fin de 1980 et au début de 1981. Il est possible que, à l'instar de ce

Crédit bancaire aux entreprises et aux particuliers*
Variations sur des périodes de douze mois se terminant en décembre

Années	Japon	Allemagne fédérale	France	Royaume-Uni	Italie	Canada	Belgique	Pays-Bas	Suède	Danemark
	en %									
1973	18,4	10,9	19,6	33,9	17,6	23,4	15,5	27,8	12,1	15,4
1974	12,5	6,4	18,1	16,3	20,3	20,8	13,0	20,5	11,8	7,0
1975	12,0	5,2	12,1	- 5,0	15,0	16,2	14,3	12,2	12,4	16,3
1979	7,9	12,1	15,3	23,2	20,6	20,6	13,7	15,9	13,4	3,9
1980	8,3	9,8	14,3	21,2	17,7	12,5	8,7	10,2	11,6	7,1

* Chiffres établis à partir de sources nationales. Pour la France, le Canada et le Danemark, comprend les crédits aux administrations publiques autres que l'administration centrale.

qui s'est passé aux Etats-Unis, le lent ajustement des taux débiteurs de base à l'évolution de la situation financière ait influencé, dans quelques cas, les méthodes de financement. En Allemagne, les entreprises ont emprunté massivement à court terme sur les euro-marchés entre mai et septembre. Il se peut que, çà et là, le besoin additionnel d'emprunt ait été la conséquence inéluctable du rétrécissement des marges brutes d'autofinancement. L'expansion massive enregistrée l'an dernier au Royaume-Uni par le crédit bancaire au secteur privé est imputable dans une large mesure aux difficultés des entreprises, et également à la réintermédiation du financement par voie d'effets de commerce, dont l'application du «corset» a favorisé le développement.

Financement du secteur public

Sous l'effet en partie de l'évolution de la politique budgétaire, examinée au Chapitre III, l'accroissement des besoins d'emprunt de l'administration centrale et du secteur public semble s'être généralement maintenu, au cours de la phase actuelle d'ajustement, dans des limites assez modestes. Par rapport au produit national brut, ces besoins ont été dans l'ensemble plus élevés l'an dernier qu'en 1979 mais, à part en Belgique et aux Pays-Bas, ils n'ont pas atteint les chiffres records notés en 1975 et en 1978.

Dans de nombreux pays, les gouvernements ont eu de la peine à s'assurer un flux stable de ressources non monétaires pour couvrir leurs déficits. Au Royaume-Uni, des quantités considérables de fonds d'Etat ont été cédées à diverses reprises au secteur privé non bancaire durant l'année, et les taux de rendement nominaux offerts paraissent de plus en plus élevés en termes réels compte tenu de l'amélioration des perspectives en matière d'inflation. En France, le Trésor s'est également montré fermement décidé à financer l'essentiel de son déficit par voie d'emprunts obligataires. Les anticipations de hausse des taux d'intérêt et l'inversion des courbes de rendement qui ont caractérisé la plus grande partie de cette période n'ont pas incité le secteur non bancaire à se porter massivement acquéreur de titres à long terme assortis d'un intérêt fixe. C'est pourquoi, dans de nombreux pays, pour se procurer des ressources auprès de ce secteur, le Trésor a très fortement recouru à l'émission de titres à court terme (bons du Trésor aux Etats-Unis et en Italie) ou d'effets à moyen terme (comme au Japon). Des titres à taux d'intérêt variables ou indexés sur l'évolution des prix ont été émis en Italie et au Royaume-Uni et, dans ce dernier pays, de nouveaux instruments de ce genre ont été annoncés au début de 1981.

Financement des administrations publiques¹

Besoins de financement	Année	Allemagne fédérale	Belgique	Etats-Unis	France	Italie	Japon	Pays-Bas	Royaume-Uni
		en % du produit national brut							
Secteur public ²	1975	6,6	5,9	6,7	0,8	14,6	7,0	4,8	10,1
	1978	3,1	8,1	2,7	1,8	15,0	10,7	4,0	5,1
	1979	3,4	9,4	2,0	0,8	11,6	10,2	5,1	6,6
	1980	3,8	12,1	3,6	0,8	10,6	9,8	6,8	5,6
Administration centrale ³	1975	6,2	5,6	5,9	3,0	11,3	2,7	3,0	8,0
	1978	3,3	6,3	2,7	1,3	14,4	5,7	3,3	5,1
	1979	3,1	7,4	1,9	1,2	11,1	5,2	4,4	5,5
	1980	3,7	9,0	3,6	1,3	10,3	5,6	4,8	5,1
<i>couverts par:</i> le système bancaire	1975	4,9	0,7	2,3	2,2	8,1	2,1	0,9	2,3
	1978	2,7	2,8	-0,1	-0,3	7,7	4,0	0,7	-0,3
	1979	2,3	3,6	0,4	0,2	2,6	3,6	1,8	0,1
	1980	1,8	3,3	1,0	-0,5	3,8	2,8	0,5	0,1
d'autres sources nationales	1975	1,0	4,9	3,1		3,2		2,1	5,5
	1978	0,5	2,6	1,4		6,6		2,6	4,5
	1979	0,6	2,2	2,1	0,8	8,3	0,6	2,6	5,5
	1980	0,4	1,3	2,4	1,6	6,3	1,7	4,3	4,5
des sources étrangères ⁴	1975	0,3	0,0	0,5	1,0	0,0	1,6	-	0,2
	1978	0,1	0,9	1,4	1,8	0,1	2,8	-	0,9
	1979	0,2	1,6	-0,5		0,2		-	-0,1
	1980	1,5	4,4	0,2		0,2		-	0,5

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 la France, prêts nets [-]). Pour l'Italie, secteur public élargi (comprend les besoins d'emprunt 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); 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. ⁴ Pour le Royaume-Uni et les Etats-Unis, comprend l'accroissement (-) des avoirs officiels de change.

Le système bancaire a absorbé un volume assez important de fonds d'Etat aux Etats-Unis et au Japon, tandis qu'en Allemagne les administrations publiques ont fait très largement appel à l'emprunt direct auprès des banques. Le financement monétaire sous diverses formes a également revêtu des proportions très importantes en Belgique et aux Pays-Bas.

En ce qui concerne les ressources d'origine externe, les autorités allemandes ont innové en collectant de grandes quantités de fonds, soit directement, soit par le canal des banques, auprès des pays producteurs de pétrole et des pays industrialisés. Le Trésor belge s'est également procuré un important volume de fonds à l'étranger. Lorsque les autorités visent spécialement à atténuer les pressions à court terme sur les taux d'intérêt internes et sur le cours de change, elles peuvent avoir avantage à recourir provisoirement à l'emprunt à l'étranger pour financer les dépenses publiques. Cela risque cependant, dans certains cas, de stimuler indirectement et inopportunément la création interne de liquidité si le produit de ces emprunts est converti en monnaie nationale.

On prévoit actuellement, dans nombre de pays, une augmentation des besoins d'emprunt de l'Etat. Les difficultés de financement sont souvent amplifiées par l'incidence exercée sur les situations patrimoniales et les anticipations du marché par

l'accumulation de déficits élevés au cours de ces dernières années. L'examen de l'évolution générale de la dette publique en fonction des variations des prix et de la production permet de mettre en lumière certains de ces problèmes.

Sous l'effet généralement de la progression continue des déficits annuels depuis la première crise du pétrole, l'endettement de l'administration centrale et du secteur public s'est accru beaucoup plus rapidement en 1974-79 qu'en 1969-74 dans tous les pays figurant dans le tableau ci-après. La croissance économique s'est ralentie entre les deux périodes et l'accroissement de la dette — qui avait suivi d'assez près, dans certains pays, l'expansion du produit national brut en termes réels pendant l'ensemble de la période 1969-74 — a été partout nettement supérieur en 1974-79 à l'augmentation de la production. Par rapport au produit national brut, la dette publique avait sensiblement diminué dans de nombreux pays en 1969-74, alors qu'elle a progressé presque partout en 1974-79, le Royaume-Uni ayant constitué une exception notable à cet égard. Les indicateurs diffèrent, dans leur conception, d'un pays à l'autre et ne peuvent donner une mesure exacte des niveaux relatifs des ratios d'endettement. On constate cependant que des besoins de financement importants par rapport au produit national brut se sont souvent accompagnés d'un accroissement sensible de ces ratios. Ainsi, l'augmentation a été particulièrement marquée au Japon et fort modeste en France. En même temps, en érodant la valeur réelle de la dette existante, les rythmes élevés d'inflation ont eu tendance à réduire le ratio d'endettement, surtout dans

Dette publique, production et prix¹

Débiteurs	Années ou périodes	Etats-Unis	Allemagne fédérale	Japon	France	Royaume-Uni	Italie	Belgique	Pays-Bas	
		en % du produit national brut								
Administrations publiques ²	1969	42	20	22	.	105	47	78	56	
	1974	35	19	29	.	71	57	68	39	
	1979	36	30	55	.	65	68	76 ³	43	
Administration centrale . .	1969	31	8	5	23	80	38	52	29	
	1974	25	7	7	16	52	45	39	18	
	1979	27	15	24	17	51	63	50	27	
		augmentation totale durant la période, en %								
Administrations publiques	1969-74	26	63	188	.	26	159	58	31	
	1974-79	73	115	212	.	103	189	63 ⁴	73	
Administration centrale . .	1969-74	26	59	233	26	22	157	37	16	
	1974-79	82	181	447	91	118	236	100	135	
Production réelle ⁵	1969-74	13	20	41	28	14	23	29	26	
	1974-79	18	15	28	16	9	12	10	12	
Niveau des prix ⁶	1969-74	33	38	56	42	56	61	41	49	
	1974-79	42	23	28	64	110	117	41	41	

¹ Estimations BRI, établies à partir de données nationales fondées sur des concepts qui diffèrent d'un pays à l'autre. Dette publique enregistrée à fin mars pour le Royaume-Uni et en fin d'année pour les autres pays. Pour l'Allemagne, endettement brut; pour le Japon, émissions nationales d'obligations par l'administration centrale plus, dans le cas des administrations publiques, emprunts et obligations des collectivités locales et des entreprises publiques; pour la plupart des autres pays, volume de la dette en circulation, déduction faite des avoirs en caisse et des titres représentatifs de la dette publique conservés par chaque secteur. ² Administration centrale, collectivités locales et caisses de sécurité sociale. Pour l'Allemagne, ensemble des collectivités publiques sauf la sécurité sociale; pour le Japon et le Royaume-Uni, comprend l'endettement des entreprises publiques; pour l'Italie, secteur public élargi à certaines entreprises publiques. ³ 1978. ⁴ 1974-78. ⁵ Produit intérieur brut. ⁶ Sur la base du déflateur du PIB.

des pays comme le Royaume-Uni et l'Italie, où la dette publique était déjà élevée par rapport au produit national brut au début des années soixante-dix.

A partir du moment où les taux d'intérêt ont incorporé une prime de risque liée à la persistance d'une forte inflation, les charges d'intérêt ont commencé à amplifier le déficit courant du budget du secteur public. C'est pourquoi de nouveaux emprunts d'Etat d'un montant considérable par rapport à la dette existante – comme c'est le cas en période d'inflation – ne pouvaient alors être conclus à long terme et à taux d'intérêt fixe qu'à des conditions risquant de s'avérer très coûteuses en termes réels si l'inflation venait à se ralentir. La prime d'inflation, applicable également aux emprunts du secteur privé, a contribué, dans certains pays, à dissuader les entreprises non financières de se tourner vers le marché des obligations. Il est certain que même les pays où le rythme d'inflation est assez modéré doivent tenir compte du fait que des emprunts additionnels peuvent accroître les pressions sur les taux d'intérêt et évincer les emprunteurs du secteur privé.

Il n'est guère facile d'établir des relations statistiques «ex post» étroites entre les besoins d'emprunt des administrations publiques et le rythme de l'expansion monétaire ou le niveau des taux d'intérêt. Les énormes besoins d'emprunt liés aux conflits militaires se sont accompagnés, dans de nombreux pays, d'une forte expansion monétaire et d'une vive inflation, mais les déséquilibres budgétaires importants se sont bien souvent traduits surtout par des déficits des paiements extérieurs et, partant, par une absorption de liquidité. Le rythme d'expansion des agrégats monétaires est, dans maints pays, étroitement lié aux phases cycliques de la distribution du crédit au secteur privé et de l'activité économique. Les taux d'intérêt réagissent aux événements extérieurs – directement ou sous l'action des autorités – et les fluctuations les plus accentuées sont le reflet de modifications des anticipations inflationnistes qui peuvent être en relation positive avec les taux d'expansion monétaire. Pour l'heure, toutefois, les marchés du crédit et les marchés financiers sont dominés dans bien des cas par les emprunts du secteur public. Dans une certaine mesure, cette domination ne fait à l'évidence que compenser la faiblesse conjoncturelle de la demande de crédit du secteur privé; on pourrait toutefois associer – au moins en partie – le niveau élevé qu'atteignent actuellement bien souvent les taux d'intérêt réels au fait que les besoins de financement des administrations publiques sont déjà importants et qu'ils le deviendront probablement encore davantage.

Problèmes de politique monétaire

La politique monétaire et, en particulier, les efforts de stabilisation des agrégats sont devenus la pierre angulaire de la politique macro-économique dans nombre de pays. Aussi n'est-il pas surprenant qu'on ait attaché une grande importance à l'amélioration de la régulation monétaire. Dans le cadre de cette action, les banques centrales en sont venues à accepter, voire à encourager, une plus grande souplesse des taux d'intérêt. Elles sont en effet persuadées que les taux d'intérêt constituent un élément essentiel, non seulement des mécanismes de régulation monétaire, mais aussi du processus par lequel l'offre de monnaie agit sur l'économie.

Objectifs fixés aux variables intermédiaires et résultats obtenus. Dans les pays du Groupe des Dix – à l'exception de l'Italie, de la Belgique et de la Suède – et en Suisse,

les objectifs ou normes fixés aux agrégats monétaires et annoncés publiquement servent à orienter la politique monétaire. En Italie, les autorités publient l'objectif-limite assigné à l'expansion du crédit interne total. Elles attachent également de l'importance à la modération de la croissance de la base monétaire, mais ne publient pas d'objectif pour cet agrégat. En Belgique, le taux de change est en fait un important objectif intermédiaire de la politique monétaire. C'est également le cas, à des degrés divers, au Danemark, aux Pays-Bas, en France et en Allemagne. D'ailleurs, le dispositif du SME correspond à un système de fourchettes-objectifs publiées pour le cours de change, considéré comme variable intermédiaire de la politique économique, bien qu'il soit évidemment possible de modifier de façon discrétionnaire les rapports entre les monnaies et que la part de l'ensemble des transactions extérieures couvertes par le système varie d'un pays à l'autre. Même si, dans de nombreux cas, les deux types de politique peuvent être complémentaires, il est possible que, dans des circonstances difficiles, les autorités monétaires ne soient pas en mesure de respecter les objectifs fixés aux agrégats monétaires et d'éviter en même temps une évolution indésirable du cours de change. Aux Etats-Unis, les autorités sont disposées à intervenir sur le marché des changes pour limiter les fluctuations à court terme mais, en règle générale, elles accordent une nette priorité à la maîtrise de l'expansion monétaire.

Comme les objectifs d'expansion monétaire publiés visent à modérer les anticipations inflationnistes, il est logique qu'ils aient été abaissés de temps à autre. Des ajustements de ce genre ont été annoncés vers la fin de 1980 ou au début de 1981 en France, en Allemagne, au Canada et — en ce qui concerne M_{1A} et M_{1B} — aux Etats-Unis. Au Japon, les normes, qui s'apparentent à des prévisions de rythmes de croissance sur des périodes de quatre trimestres, ont été progressivement réduites. Au Royaume-Uni, le Chancelier de l'Echiquier a confirmé, en mars 1981, que, pour la période commençant en février, la fourchette-objectif de M_3 en sterling serait effectivement abaissée comme le prévoyait le plan à moyen terme publié un an auparavant. Aux Etats-Unis, le Système de Réserve fédérale a approuvé la proposition du nouveau Président de ramener en cinq ans l'expansion monétaire à la moitié de son rythme actuel.

Par rapport aux objectifs, les résultats obtenus sur l'ensemble de l'année dernière — considérés uniquement en termes de taux d'expansion d'agrégats déterminés — ont été assez satisfaisants dans la plupart des pays. Le rythme de croissance de l'agrégat pris comme objectif a été légèrement inférieur à la norme ou à la fourchette-objectif au Japon, en Allemagne, en France et en Suisse, et il s'est situé à l'intérieur de la fourchette au Canada. En Allemagne, l'écart est minime, surtout si l'on considère que les autorités s'efforçaient de respecter la limite inférieure de la fourchette. Aux Pays-Bas, la création de liquidité d'origine interne a suivi une évolution à peu près conforme, en 1980, à la norme fixée par les autorités. Aux Etats-Unis, la progression enregistrée tant par M_{1A} que par M_{1B} , après correction pour tenir compte de l'accroissement inhabituellement prononcé du recours aux facilités de transfert automatique (ATS), a été très voisine de la limite supérieure des fourchettes-objectifs. En Italie, l'expansion du crédit total a été supérieure à ce qu'avaient prévu les autorités, mais la modicité du dépassement ne rend pas compte du degré de divergence des diverses composantes par rapport à la trajectoire fixée. Ce n'est qu'au Royaume-Uni que la différence entre les objectifs et les résultats a été sensible. Les autorités s'étaient certes rendu compte que la suppression

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

Pays	Agrégat monétaire ou de crédit	Objectif pour 1980	Expansion monétaire ou du crédit en 1980 ¹	Objectif pour 1981 ¹	Expansion monétaire ou du crédit, moyennes trimestrielles en taux annuels ²				
					1980				1981
					1er trim.	2ème trim.	3ème trim.	4ème trim.	1er trim.
					en %				
Etats-Unis	M _{1A}	3,5-6,0	6,25	3,0-5,5	5,0	- 4,7	12,0	8,3	- 17,4
	M _{1B}	4,0-6,5	6,75	3,5-6,0	6,8	- 2,8	14,7	11,3	6,7
	M ₂	6,0-9,0	9,8	6,0-9,0	8,2	5,5	16,7	8,4	8,6
	M ₃	6,5-9,5	9,9	6,5-9,5	8,4	6,1	13,7	10,7	12,5
	Crédit bancaire total	6,0-9,0 ³	7,9	6,0-9,0 ³	9,8	- 0,5	7,0	15,8	12,6
Japon	M ₂ + CD	8,0 ⁴	7,8	> 7,0 ⁴	9,6	8,1	6,0	7,0	8,2
Allemagne fédérale	Monnaie centrale	5,0-8,0	4,9	4,0-7,0	6,1	4,3	3,8	5,8	5,9
France	M ₂	11,0	9,8	10,0	13,0	9,8	9,3	9,6	.
Royaume-Uni	M ₃ en sterling	7,0-11,0	19,4	6,0-10,0	7,4	10,7	39,0	20,7	10,2
Canada	M ₁	5,0-9,0 ⁵	6,5 ⁵	4,0-8,0 ⁵	9,0	- 1,8	13,6	18,1	- 2,4
Suisse	Base monétaire	4,0	2,2	4,0	- 8,9	0,9	- 0,2	- 0,5	.
Italie	Crédit total	17,5 ⁶	18,0 ⁶	16,0 ⁶	18,3	18,4	16,8	17,6	.

¹ Pour les Etats-Unis et l'Allemagne, d'un quatrième trimestre à l'autre; pour le Japon, d'un quatrième trimestre à l'autre pour 1980 et d'un deuxième trimestre à l'autre pour 1981; pour la France et l'Italie, de décembre à décembre; pour le Royaume-Uni, périodes commençant en février 1980 et février 1981; pour la Suisse, novembre 1979-novembre 1980 et moyenne annuelle pour 1981; pour la Canada, périodes commençant au deuxième trimestre de 1979 et août-octobre 1980. Pour les Etats-Unis, l'expansion de M_{1A} et de M_{1B} en 1980 est ajustée en fonction des transferts (estimés) de fonds à des comptes-chèques non rémunérés. Après correction de ce facteur, les fourchettes-objectifs pour 1981 s'établissent à 0-3% pour M_{1A} et à 5-7½% pour M_{1B}. ² Pour la Suisse et l'Italie, variations sur quatre trimestres des données brutes en fin de mois. ³ Estimation supposée compatible avec les objectifs des agrégats monétaires. ⁴ Projection annoncée deux à trois mois avant la fin de la période de référence. ⁵ Taux annuel. ⁶ Limite supérieure exprimée en valeur absolue: Lit. 59.000 milliards en 1980 et Lit. 64.500 milliards en 1981.

du «corset» rendrait difficile la réalisation de l'objectif d'expansion monétaire, mais elles n'avaient pas prévu, en le fixant, que la situation évoluerait effectivement avec une telle complexité.

La situation est toutefois différente si l'on considère les variations sur des périodes inférieures à un an. Aux Etats-Unis, M_{1A} et M_{1B} ont modérément progressé pendant le premier trimestre de 1980, pour diminuer d'ailleurs au deuxième trimestre, avant de connaître une nouvelle expansion très rapide pendant le reste de l'année. Les profondes modifications apportées au cadre réglementaire ont commencé à faire sentir leurs effets dans le courant de l'année, après la promulgation, en mars 1980, de la loi sur le déplafonnement des intérêts servis par les organismes de dépôt et sur le contrôle monétaire («Depositary Institutions Deregulation and Monetary Control Act»). Les banques ont été autorisées à offrir à leurs clients des services de transfert automatique (ATS) des dépôts de leurs comptes d'épargne à leurs comptes à vue; en outre, la possibilité d'ouvrir des comptes d'épargne utilisables pour effectuer des règlements (comptes NOW) a été étendue à l'ensemble du pays à compter du début de 1981. Le plafonnement des taux d'intérêt créditeurs institué par la Réglementation Q doit être progressivement supprimé. Le fait que les comptes NOW sont inclus dans M_{1B} mais non dans M_{1A} explique en grande partie la divergence d'évolution de ces agrégats au début de 1981. Les fluctuations des taux d'intérêt et les modifications dans les anticipations de leur évolution ont, sans aucun doute, aussi contribué aux amples mouvements qui ont affecté la demande d'encaisses de transactions. Dans ce cas spécialement,

les variations à court terme des rythmes d'expansion monétaire n'ont pas nécessairement d'incidence sur l'évolution de l'économie réelle. D'autres dispositions de la loi sur le contrôle monétaire (Monetary Control Act) devraient permettre ultérieurement à la Réserve fédérale de maîtriser plus aisément les agrégats. La loi prévoit une révision de grande envergure du système des réserves obligatoires et l'extension à 35.000 banques et établissements d'épargne, tant de l'obligation de constituer des réserves que de la faculté de réescompte, réservées jusqu'ici aux 5.400 banques membres de la Réserve fédérale.

On a constaté, en outre, d'importantes fluctuations des rythmes d'expansion monétaire sur une base trimestrielle dans des pays qui n'ont connu aucun changement important de caractère institutionnel et dotés de systèmes de régulation différents. Dans nombre d'entre eux, les autorités ne cherchent pas à respecter des objectifs monétaires sur des périodes inférieures à un an car, même avec des méthodes perfectionnées, la banque centrale peut se trouver dans la quasi-impossibilité d'atténuer les fluctuations à court terme des taux d'expansion monétaire. Une action dans ce sens risquerait de soumettre les taux d'intérêt et les cours de change à des pressions inutiles. Les variations à court terme des taux d'expansion monétaire ne doivent pas être nécessairement considérées comme perturbatrices, et les autorités elles-mêmes s'efforcent en général de replacer leur action dans une perspective à plus long terme. Il faut espérer qu'avec le temps les agents économiques se rallieront à cette conception et adapteront leur attitude en conséquence.

Nouvelles techniques de politique monétaire. L'un des problèmes qui se posent aux autorités en matière de régulation monétaire est de faire la part entre les perturbations temporaires dans l'évolution des variables intermédiaires et les mouvements plus durables qui appellent une réaction. Il faut en outre que la réaction, si elle s'impose, soit rapide et judicieuse.

On a souvent prétendu qu'on peut obtenir une plus grande stabilité des taux de croissance monétaire et de l'activité économique en suivant une politique axée sur la régulation de la base monétaire plutôt qu'en s'en remettant aux mécanismes des taux d'intérêt. Aux Etats-Unis, des techniques de régulation monétaire à court terme, mettant surtout l'accent sur le contrôle des réserves non empruntées des banques, ont été instaurées en octobre 1979. Les taux d'intérêt demeurent néanmoins un élément important du processus par lequel les banques et le public adaptent leur portefeuille à l'action des autorités. Ces problèmes ont été également examinés par les autorités monétaires d'autres pays, notamment au Royaume-Uni, où le système de régulation monétaire a été sensiblement modifié l'an dernier. Jusqu'à présent, seules l'Italie, la Suisse et l'Espagne appliquent une politique utilisant la base monétaire comme indicateur ou variable opérationnelle, et dans aucun de ces pays les autorités ne cherchent à contrôler étroitement la base monétaire à très court terme. Toutefois, dans leur gestion du marché monétaire et des réserves bancaires, un certain nombre d'autorités monétaires se sont davantage tournées, ces derniers temps, vers des méthodes à consonnance plus quantitative, selon lesquelles les forces du marché peuvent influencer librement les taux d'intérêt du marché monétaire et même les taux officiels. Une question connexe est de savoir quelles peuvent être les implications des techniques de ce genre pour les taux d'intérêt et les cours de change.

Aux *Etats-Unis*, les taux d'expansion monétaire, les taux d'intérêt et les cours de change ont été beaucoup plus instables depuis octobre 1979. Quelques critiques de la nouvelle ligne politique prétendent que l'irrégularité des taux d'expansion monétaire a encore contribué aux fluctuations excessives des taux d'intérêt. Rien ne prouve toutefois que, dans le cadre institutionnel actuel, un objectif de base monétaire accroîtrait la précision de la régulation monétaire ni qu'un tel résultat pourrait être obtenu sans déstabiliser encore plus les taux d'intérêt. Selon une autre thèse, les nouvelles méthodes auraient certes accru l'instabilité des taux du marché monétaire dans le très court terme — moins toutefois que ne l'aurait fait un système en bonne et due forme de régulation de la base monétaire; mais elles ne seraient pas elles-mêmes la véritable cause des variations sensibles enregistrées par les taux d'intérêt d'un trimestre à l'autre, qui ne sont peut-être guère éloignées, en termes relatifs, de celles qui se sont produites lors du précédent cycle conjoncturel.

Les variations, d'un trimestre à l'autre, du taux de croissance du produit national brut ont été très prononcées l'an dernier aux *Etats-Unis*. Les prévisions de restrictions directes du crédit et l'application, puis l'abandon, du programme de contrôle du crédit ont profondément influencé l'évolution de la demande de prêts. Les perspectives de hausse des prix étaient des plus incertaines et les anticipations du marché semblent avoir été influencées par des signaux erronés fournis par l'indice des prix à la consommation. Toutefois, en liaison avec l'entrée en vigueur de nouvelles techniques opérationnelles, les autorités ont élargi les marges de tolérance fixées aux fluctuations des taux des fonds fédéraux, les portant de 50–100 points de base juste avant octobre 1979 à environ 400–600 points. De ce fait, de fortes oscillations des taux d'intérêt ont pu se produire sans l'accord explicite du Conseil des gouverneurs du Système de Réserve fédérale. En outre, pour les raisons qui avaient motivé le changement de technique de régulation, à savoir les résultats peu satisfaisants des précédentes tentatives de gradualisme, les autorités ont semblé plus disposées à accepter d'amples mouvements des taux d'intérêt.

Comparées aux fluctuations des taux d'intérêt du marché, les variations du taux de l'escompte ont été modestes l'an dernier, malgré l'application, entre mars et mai et à partir de novembre, d'une pénalité s'élevant selon les cas à deux ou trois points. En mai 1981, lors du relèvement de 13% à 14% du taux de l'escompte, cette pénalité a été portée à quatre points. De nouvelles modifications des techniques de la Réserve fédérale, tenant dûment compte des enseignements antérieurs, sont actuellement à l'étude: modifications plus fréquentes du taux de l'escompte, ajustements plus résolus de la trajectoire fixée à l'évolution des réserves non empruntées, en cas de déviation de la masse monétaire par rapport à l'objectif, et retour à la comptabilisation immédiate des réserves. Dans chaque cas, il convient de mettre en parallèle les avantages d'une régulation plus étroite des réserves non empruntées et de la masse monétaire avec le risque d'un accroissement inutile de l'instabilité des taux d'intérêt.

Au *Royaume-Uni*, le «Livre vert» sur la régulation monétaire publié par les autorités en mars 1980 examinait diverses formules pour remplacer les procédures existantes de contrôle de M_3 en sterling et proposait d'aménager en conséquence la politique budgétaire, le financement au moyen de fonds d'Etat et les taux d'intérêt. Si les événements ultérieurs ont mis en évidence certains des problèmes qui peuvent se poser dans le cadre d'un tel système, ils n'ont toutefois pas permis d'établir s'il est

possible ou opportun d'effectuer des changements de grande envergure. Comme les banques ont été amenées à couvrir d'importants déséquilibres financiers des entreprises et des ménages, et que les besoins d'emprunt du secteur public ont fluctué de façon exceptionnellement désordonnée, la liquidité bancaire s'est trouvée mise par moments à rude épreuve. Les autorités se sont efforcées d'atténuer les tensions du marché monétaire – en instituant du même coup une nouvelle catégorie de facilités de mise en pension – plutôt que de risquer d'intensifier les pressions à la hausse des taux d'intérêt et du cours de change.

Dans une note sur les méthodes de régulation monétaire publiée en novembre 1980, les autorités ont estimé, en conclusion, que le système en vigueur ne permettait pas de se prononcer de façon catégorique sur le degré d'efficacité de la régulation monétaire dans un régime fondé sur la constitution soit obligatoire, soit volontaire, de réserves bancaires; cependant, sans préjuger de l'une ou de l'autre de ces deux options, il fut décidé de permettre aux forces du marché de jouer un plus grand rôle dans la détermination des taux d'intérêt à court terme. La banque centrale mettait davantage l'accent sur ses opérations d'open market sur effets commerciaux et limitait l'accès à ses facilités de réescompte (rôle de prêteur en dernier ressort); d'autre part, elle renonçait à la pratique consistant à émettre, lors de leur adjudication, une quantité excessive de bons du Trésor afin de créer une pénurie de liquidité, qu'elle s'employait ensuite à atténuer. Le nouvel objectif opérationnel consistait à maintenir les taux d'intérêt à très court terme à l'intérieur d'une fourchette non publiée, dont la fixation devait permettre la réalisation des objectifs monétaires. Le taux minimum d'avances devait demeurer supérieur aux taux comparables pratiqués sur le marché, tout en restant à l'intérieur de la fourchette. De plus, la Banque d'Angleterre cessait de notifier les cours d'achat des titres dont l'échéance résiduelle était supérieure à un mois et acceptait, en revanche, d'absorber les titres offerts.

La note de novembre préconisait l'abandon de la publication du taux minimum d'avances, ainsi que la suppression progressive du coefficient de liquidité dès la mise en place des nouveaux critères de prudence bancaire appliqués à la gestion des liquidités. En janvier et en février 1981, le coefficient de liquidité fut abaissé. Le remplacement du coefficient de trésorerie de 1½% observé par les banques de dépôt londoniennes (clearing banks) par un système de réserves minimums uniforme pour toutes les banques et établissements collecteurs de dépôts, fut annoncé dans un document ultérieur intitulé «Contrôle monétaire: prochaines étapes», publié en mars. Ce document proposait en outre l'élargissement de la liste des organismes habilités à émettre du papier réescomptable ainsi que la constitution par les «établissements d'acceptation» d'un dépôt minimum auprès des maisons d'escompte, en vue de conférer au marché des effets de commerce la surface et le volume requis pour permettre aux autorités d'y opérer lors de la suppression définitive du coefficient de réserves. L'intention était de faire en sorte que la plus grande partie des opérations sur effets des autorités soient effectuées avec les maisons d'escompte, et de réserver à ces établissements l'accès au guichet du réescompte.

L'utilisation de M_3 en sterling en tant qu'indicateur monétaire étant de plus en plus controversée, le Chancelier de l'Echiquier a annoncé, dans son discours de présentation du budget en mars 1981, la création d'un nouvel instrument de mesure – appelé

M₂ – de la base monétaire et des dépôts ordinaires (retail deposits). On reste cependant d'avis qu'un agrégat large, étroitement lié à la dépense et à l'emprunt, permet mieux d'exprimer la stratégie des autorités.

En *Allemagne*, la Deutsche Bundesbank continue de voir dans la monnaie centrale un indicateur de l'efficacité de la politique monétaire et de considérer les seules liquidités libres des banques – de préférence à l'une ou l'autre acception de base monétaire globale – comme la variable opérationnelle. L'an dernier, en présence d'importantes sorties de capitaux, les autorités ont procédé à des réductions des réserves minimums obligatoires et à des relèvements, à intervalles réguliers, des contingents de réescompte, pour maintenir les réserves bancaires sur une base constante. Ces instruments traditionnels, qui exercent souvent des effets indésirables d'indicateur, ont toutefois été complétés par des dispositifs de réglage fin plus récents et de caractère réversible, tels que les swaps en monnaies et les prises en pension d'effets de commerce et de valeurs mobilières, qui permettent aux autorités d'intervenir plus activement dans l'approvisionnement des banques en ressources liquides. De plus, en février 1981, devant le nouvel affaiblissement du deutsche mark, la Bundesbank a suspendu temporairement toutes les facilités ordinaires d'avances sur titres – disponibles jusqu'alors au taux de 9% – et annoncé qu'elle se réservait la possibilité d'offrir, à la place, des facilités exceptionnelles d'avances sur titres, à un taux pouvant varier quotidiennement selon l'évolution de la situation. Les taux du marché monétaire se sont rapidement stabilisés à de nouveaux niveaux, plus élevés, soutenus qu'ils étaient par l'offre d'avances sur titres exceptionnelles à un taux de 12%.

Au *Japon*, également, la banque centrale annonça, en mars 1981, la création d'une nouvelle facilité de refinancement prévoyant l'octroi de crédits garantis à des taux d'intérêt ajustables à sa guise. En raison de la vigueur de la position extérieure du Japon à cette époque, cette décision s'accompagna d'un abaissement des coefficients de réserves et d'une réduction du taux d'escompte – la troisième depuis août 1980. Il fut toutefois jugé opportun de disposer d'un instrument plus facilement adaptable que le taux d'escompte à la variabilité des flux de capitaux au cas où celle-ci prendrait un tour préoccupant. La fixation des taux d'intérêt sur le marché monétaire a été davantage laissée au libre jeu du marché ces dernières années, avec la libéralisation des mesures de contrôle et l'expansion rapide des marchés des valeurs mobilières, pensions sur effets et certificats de dépôt. Comme en *Allemagne*, toutefois, les taux d'intérêt dont sont assortis de nombreux contrats de prêt restent liés, de diverses manières, au taux d'escompte officiel.

Le mode de fixation du taux des avances de la banque centrale a été assoupli ces dernières années dans plusieurs autres pays. Au *Canada*, les autorités ont décidé, en mars 1980, d'aligner le taux d'escompte officiel sur le taux d'adjudication des bons du Trésor à trois mois. En *France*, le mécanisme de refinancement a été modifié, également en mars 1980, pour permettre d'adapter plus facilement les taux à l'évolution de la situation et des taux du marché. Ces modifications ont toutefois été complétées, en novembre, par une mesure de caractère traditionnel, sous la forme d'un relèvement des coefficients de réserves. En *Italie* aussi, les autorités ont apporté des innovations aux techniques de régulation, en ce qui concerne notamment les opérations sur bons du Trésor et l'utilisation des prises en pension à des conditions souples, sans renoncer

pour autant à la possibilité de recourir avec détermination, le cas échéant, aux instruments traditionnels. En mars 1981, le taux de l'escompte a été porté de 16½% à 19%, les coefficients des réserves assises sur l'accroissement des dépôts bancaires ont été relevés et l'émission d'acceptations a été plafonnée. En *Belgique* et aux *Pays-Bas*, les ajustements rapides et importants des conditions de refinancement de la banque centrale, en particulier dans les interventions marginales, ne constituent évidemment pas une nouveauté; en Belgique, des dispositions ont, en outre, été prises en mars afin de faire varier le taux des avances de la Banque Nationale en fonction des taux du marché monétaire.

Dans une certaine mesure, la souplesse accrue dans la fixation des taux d'intérêt officiels est une réaction à la plus grande flexibilité du marché lui-même. En s'efforçant de stabiliser les cours de change ou d'éviter un recours excessif aux facilités de refinancement, les autorités monétaires ont souvent dû trouver le moyen d'adapter leurs conditions d'accès au crédit plus rapidement que ne le permettent les procédés traditionnels et les structures institutionnelles. Dans quelques pays, les changements apportés visent spécialement à rendre les rendements à court terme des instruments du marché monétaire moins tributaires de l'influence directe des autorités.

Existe-t-il un meilleur dosage des instruments de politique économique? Actuellement, les hauts niveaux des taux d'intérêt traduisent les rythmes élevés de l'inflation; ils reflètent en outre un dosage des moyens d'action qui contraint la politique monétaire à être plus rigoureuse qu'elle ne le serait si les autres éléments étaient mieux adaptés. Les taux d'intérêt élevés rendent, à leur tour, les trésoreries des entreprises plus vulnérables, surtout celles du secteur non financier, et accroissent les risques auxquels ces entreprises ainsi que leurs créanciers sont exposés en période de récession.

Devant les pressions intenses qui s'exercent sur leur marge brute d'autofinancement ou sur leur position de liquidité, les entreprises peuvent être amenées à rogner sur les investissements et à comprimer leurs effectifs, comme cela s'est apparemment passé l'an dernier, au Royaume-Uni notamment, et comme c'est peut-être le cas à l'heure actuelle dans d'autres pays. Si les sociétés se montraient incapables d'améliorer rapidement leur viabilité, des forces récessionnistes encore plus sévères pourraient se déclencher. Le nombre de faillites a enregistré, l'année passée, une progression brutale au Royaume-Uni, en France, en Allemagne et aux Etats-Unis, et d'autres pays ont certainement connu également une situation analogue. En Allemagne et au Royaume-Uni, le pourcentage des entreprises en cessation de paiements à la fin de 1980 est resté inférieur à celui de la période postérieure au premier choc pétrolier mais, aux Etats-Unis, le nombre de faillites de sociétés industrielles et commerciales a été supérieur au maximum précédent. Jusqu'à présent, la plupart des grandes sociétés des secteurs-clés de l'économie ont réussi à faire front, mais nombre d'entre elles ont dû recourir aux deniers publics pour opérer leur restructuration.

Dans certains pays, des pressions ont également commencé à s'exercer sur les bénéficiaires ou sur les bilans de certains établissements financiers qui pratiquent traditionnellement la transformation des échéances et prêtent à taux d'intérêt fixes. Aux Etats-Unis, les organismes d'épargne, qui se trouvaient engagés dans des prêts hypothécaires à taux d'intérêt fixes peu élevés, mais qui ont dû, pour attirer les dépôts, rémunérer ceux-ci à des taux adaptés à ceux du marché monétaire, ont traversé une période

difficile. Dans la plupart des pays, les banques commerciales ont surtout prêté à court terme ou à des taux d'intérêt susceptibles d'être modifiés ou renégociés, et elles ont parfaitement réussi à faire face à la situation. Même là où l'on n'avait pas l'habitude de recourir à ces instruments, leur utilisation semble s'étendre progressivement. Certaines banques qui disposaient d'encaisses de transaction ou de dépôts d'épargne peu onéreux ont même pu élargir leur marge brute d'intérêt au fur et à mesure que les rendements progressaient sur le marché. Cette position favorable des banques semble toutefois s'être affaiblie — très rapidement dans certains pays — du fait que les taux d'intérêt élevés constituent également, pour les déposants, une puissante incitation à gérer leurs placements plus activement.

Un resserrement monétaire sévère, s'il n'est pas soutenu par l'application de politiques appropriées dans d'autres domaines, peut en fait porter atteinte au potentiel de production de l'économie. Il risque, par exemple, de favoriser les entrées de capitaux, l'appréciation de la monnaie et l'affaiblissement de la balance des transactions courantes. La conjonction, pendant une période prolongée, de taux d'intérêt élevés et d'une demande globale hésitante peut entraîner des pertes considérables en matière d'investissements productifs. Non seulement les entreprises peuvent ne pas disposer des capacités de production et du savoir-faire requis pour soutenir une reprise de l'activité, mais elles peuvent même être amenées à fermer des installations existantes ou à se retirer définitivement de marchés traditionnels. Actuellement, la lutte entreprise pour réduire les rythmes de l'inflation ou les maintenir dans des limites supportables revêt une importance capitale, et la politique monétaire doit continuer à endosser une large part du fardeau. Toutefois, dans le monde réel, il peut en coûter fort cher de s'en remettre exclusivement au resserrement monétaire, et les risques encourus sont élevés. Le prix à payer peut être justifié, voire inévitable si, pour diverses raisons, il faut renoncer aux autres instruments de lutte anti-inflationniste. Il est toutefois possible, dans maints cas, de réduire sensiblement ces coûts par l'adoption d'une approche de politique économique plus éclectique, en vue notamment d'aménager les budgets de manière à leur permettre de soutenir la politique monétaire dans toute la mesure permise par la situation conjoncturelle.

V. ÉCHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX

Le présent chapitre passe en revue l'évolution du commerce mondial et des balances des paiements en 1980, dominée par les répercussions des hausses considérables du prix du pétrole qui se sont produites à partir de la fin de 1978. La première section traite du commerce mondial, dont le volume, guère supérieur sur l'ensemble de l'année 1980 à celui de 1979, a même marqué un recul au second semestre, par suite de la réduction substantielle des importations de pétrole et du ralentissement de l'activité dans les pays développés. La deuxième section résume les mouvements intervenus dans les balances des paiements des différents pays au cours de l'année écoulée. Sur le plan des opérations courantes, les traits principaux ont été l'aggravation du déséquilibre entre les pays de l'OPEP et le reste du monde, ainsi que la redistribution, au second semestre, du déficit global des pays non membres de l'OPEP, due à l'amélioration de la position en compte courant de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse. Le financement des déficits des paiements courants n'a pas posé, dans l'ensemble, de difficultés majeures en 1980, en raison de leur forte concentration sur les pays du monde développé bénéficiant d'une situation financière solide et du fait également de l'extension des opérations de recyclage du secteur bancaire international. Cette section compare aussi l'évolution des balances des paiements courants des pays du Groupe des Dix après le premier et le second choc pétrolier, et examine les causes de la détérioration particulièrement accentuée de la situation globale en compte courant de ce groupe entre 1974-75 et 1979-80. La troisième section analyse plus en détail les résultats enregistrés l'an dernier dans la balance des paiements des pays développés, au sein du Groupe des Dix notamment. La réduction du déficit consolidé des transactions courantes des pays de ce groupe entre le premier et le second semestre de 1980 a été due essentiellement au changement qui s'est produit dans les balances américaine et britannique, où le déficit a fait place à un excédent, et à la quasi-disparition du déficit du Japon. Les quatrième et cinquième sections traitent brièvement des mouvements qui ont affecté les balances des paiements des pays en voie de développement non producteurs de pétrole et des pays de l'OPEP, et font référence en particulier au financement du déficit des premiers et à l'investissement de l'excédent dégagé par les seconds.

Commerce mondial

En 1980, le volume du commerce mondial n'a progressé que de 1½%, contre 7% en 1979. La hausse des prix moyens des produits faisant l'objet du commerce international s'est toutefois accélérée d'une année sur l'autre, passant de 18% à 20%, de sorte que la valeur en dollars des échanges internationaux, qui s'est établie à \$2.000 milliards environ, a été supérieure de 21% à celle de 1979. Si l'on excepte 1975, où le volume du commerce mondial avait fléchi de 5%, le taux d'expansion de l'an dernier a été le plus faible depuis deux décennies. En outre, les échanges mondiaux de biens et services ont diminué de 3% en volume entre le premier et le second semestre de 1980.

Ces échanges ont été principalement influencés l'an dernier par les hausses successives du prix du pétrole de 1979-80, dont l'incidence s'est exercée, soit directement sur l'économie mondiale, à travers les effets déflationnistes sur la demande et

inflationnistes sur les coûts, soit indirectement, par le biais des politiques restrictives adoptées par de nombreux pays pour tenter de limiter les conséquences inflationnistes du renchérissement du pétrole. Il n'est donc pas surprenant que la modification la plus marquée du volume du commerce mondial se soit produite dans le secteur pétrolier, la progression de 3½% enregistrée en 1979 ayant été suivie l'an passé d'une régression de 10%. Les échanges de produits finis se sont développés de 3%, contre 5½% en 1979, alors que l'expansion dans le secteur des produits agricoles est tombée, selon les estimations, de 7% à 4% d'une année sur l'autre.

Commerce mondial, 1979-80¹

Pays	Exportations (f.o.b.)				Imports (c.a.f.)			
	1979	1980 ²			1979	1980 ²		
		année entière	1er semestre	2ème semestre		année entière	1er semestre	2ème semestre
en milliards de dollars EU (indice de volume 1978 = 100)								
Ensemble	953	1.119	557	562	1.020	1.219	619	600
Groupe des Dix et Suisse	(106,6)	(111,0)	(112,5)	(109,5)	(108,4)	(107,5)	(111,2)	(103,8)
Autres pays développés ³	143	176	87	89	173	218	106	112
.	(109,0)	(114,2)	(115,1)	(113,3)	(108,2)	(110,1)	(109,9)	(110,3)
Total des pays développés . . .	1.096	1.295	644	651	1.193	1.437	725	712
.	(106,9)	(111,4)	(112,8)	(110,0)	(108,4)	(107,9)	(111,0)	(104,8)
Pays exportateurs de pétrole ⁴ .	212	298	150	148	104	134	65	69
.	(103,0)	(89,4)	(93,9)	(84,9)	(88,2)	(102,3)	(99,8)	(104,8)
Autres pays en voie de développement	175	216	105	111	223	286	137	149
.	(109,1)	(118,5)	(117,9)	(119,1)	(111,8)	(118,4)	(115,1)	(121,6)
Total des pays en voie de développement	387	514	255	259	327	420	202	218
.	(105,7)	(101,6)	(103,8)	(99,5)	(104,3)	(113,3)	(110,2)	(116,3)
Economies à planification centralisée ⁵	150	174	84	90	156	178	84	94
.	(106,6)	(108,6)	(110,2)	(107,0)	(107,5)	(109,1)	(110,8)	(107,5)
Total général ⁶	1.633	1.983	983	1.000	1.676	2.035	1.011	1.024
.	(106,6)	(108,6)	(110,2)	(107,0)	(107,5)	(109,1)	(110,8)	(107,5)

¹ Sur la base des statistiques douanières. ² En partie sur la base d'estimations. ³ Pays de l'OCDE à l'exception du Groupe des Dix et de la Suisse, plus l'Afrique du Sud, Israël et la Yougoslavie. ⁴ OPEP (Algérie, Arabie Saoudite, Emirats arabes unis, Equateur, Gabon, Indonésie, Iran, Iraq, Koweït, Libye, Nigeria, Qatar, Venezuela) plus Oman. ⁵ Bulgarie, Chine, Hongrie, Pologne, République démocratique allemande, Roumanie, Tchécoslovaquie et URSS. ⁶ Les économies à planification centralisée n'entrent pas dans le calcul de l'indice de volume.

Si l'on examine les divers groupes de pays, on constate que ce sont les exportations de l'OPEP qui ont été le plus touchées par le mouvement de recul. En effet, comme la baisse de la consommation mondiale de pétrole a coïncidé avec une nouvelle augmentation de la part des pays non membres de l'OPEP dans la production pétrolière totale, la contraction de 14% du volume des exportations de pétrole de l'OPEP en 1980 a été nettement supérieure à la diminution du commerce mondial de produits pétroliers. En ce qui concerne les pays développés, les recettes d'exportation ont été, en termes réels, inférieures d'environ 3% à celles de 1979, cependant que les pays en voie de développement non producteurs de pétrole ont presque réussi à maintenir le même rythme de croissance de leurs ventes réelles à l'étranger que l'année précédente.

Sur le plan des importations, ce sont les pays du Groupe des Dix qui ont enregistré le recul le plus accentué en volume, une contraction de 1% l'an dernier ayant succédé à une expansion de 8% en 1979. Dans les autres pays développés, la progression des achats à l'étranger est revenue de 8% à 2% et, dans les pays en développement non pétroliers, elle a régressé de 12% à 6%. En revanche, le volume des importations de l'OPEP, qui avait fléchi de 12% en 1979, s'est accru de 16% l'an passé.

L'évolution des prix relatifs des échanges a été surtout caractérisée l'an dernier par une aggravation des termes de l'échange des pays non membres de l'OPEP ainsi que par une nouvelle et sensible progression de ceux de l'OPEP. Dans les pays développés, les termes de l'échange se sont détériorés de quelque 6%, soit deux fois plus qu'en 1979. Pour ce qui est des pays en voie de développement non pétroliers, dont les termes de l'échange étaient restés inchangés en 1979, l'aggravation notée l'an dernier a été de l'ordre de 6%. Les termes de l'échange des pays de l'OPEP se sont améliorés de 46%, contre 25% en 1979.

La diminution du volume des échanges internationaux au second semestre de 1980 s'est traduite par une baisse du volume des exportations de l'ensemble des groupes, à l'exception des pays en développement non pétroliers. La plus forte contraction concerne les pays du Groupe des Dix, qui ont réduit de 6½% leurs importations en volume entre le premier et le second semestre. Parallèlement à ce recul en volume, le rythme de hausse des prix des produits faisant l'objet du commerce international a fléchi au cours de l'année dernière, passant de 12% à 4% d'un semestre à l'autre, essentiellement en raison de la stabilisation des prix du pétrole.

L'effet conjugué des variations décrites précédemment des volumes et des prix a provoqué un gonflement de \$56 milliards (sur la base des chiffres du commerce extérieur figurant au tableau de la page 83) de l'excédent commercial des pays de l'OPEP, qui est passé à \$164 milliards, et un accroissement des déficits commerciaux de la plupart des autres groupes de pays. En valeur absolue, c'est le déficit global (\$33 milliards) de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse qui a le plus augmenté; mais, si l'on se réfère à la dimension des économies, ce sont les pays en développement non pétroliers et les pays développés de moindre importance qui ont connu les plus fortes aggravations (\$22 milliards et \$12 milliards respectivement) du solde passif de leur balance commerciale. Seul le groupe des économies à planification centralisée, légèrement exportateur net de pétrole, est parvenu à maintenir plus ou moins sa balance commerciale en équilibre. Du fait du ralentissement de l'activité économique, le déficit commercial global des pays du Groupe des Dix s'est fortement contracté, revenant de \$62 milliards à \$38 milliards d'un semestre à l'autre, alors que les déficits des autres pays développés et des pays en développement non pétroliers ont augmenté et que l'excédent de l'OPEP s'est réduit.

Evolution des balances des paiements dans le monde

Les déséquilibres croissants du commerce mondial se sont naturellement reflétés dans la structure globale des balances des paiements courants. Selon les estimations, l'excédent en compte courant des pays de l'OPEP est passé de \$65 milliards en 1979 à \$108 milliards en 1980, tandis que le déficit cumulé des transactions courantes des pays du Groupe des Dix a plus que doublé pour atteindre \$53 milliards, contre

Soldes des paiements courants dans le monde, 1978-80¹

Pays et zones	Solde de la balance commerciale (f.o.b.)			Solde des transactions invisibles			Solde des transactions courantes		
	1978	1979	1980	1978	1979	1980	1978	1979	1980
	en milliards de dollars EU								
Allemagne fédérale	23,9	16,0	8,1	-14,6	-21,3	-24,2	9,3	-5,3	-16,1
Canada*	3,2	3,4	6,8	-7,6	-7,7	-8,1	-4,4	-4,3	-1,3
Etats-Unis	-33,8	-29,4	-27,4	19,5	28,7	27,5	-14,3	-0,7	0,1
France	0,7	-2,0	-12,0	3,1	3,1	4,6	3,8	1,1	-7,4
Italie*	2,9	-1,1	-15,9	3,3	6,2	6,0	6,2	5,1	-9,9
Japon*	24,6	1,8	2,1	-8,1	-10,6	-12,9	16,5	-8,8	-10,8
Pays-Bas*	-1,5	-1,5	-1,3	0,1	-0,8	-1,5	-1,4	-2,3	-2,8
Royaume-Uni	-3,0	-7,3	2,9	4,4	4,0	3,7	1,4	-3,3	6,6
Suède	2,6	0,8	-0,3	-2,9	-3,5	-4,9	-0,3	-2,7	-5,2
Suisse*	0,1	-2,3	-6,9	4,3	4,7	6,7	4,4	2,4	-0,2
UEBL*	-3,0 ²	-5,0 ²	-6,3 ²	2,0	1,7	0,4	-1,0	-3,3	-5,9
<i>Ensemble Groupe des Dix et Suisse</i>	<i>16,7</i>	<i>-26,6</i>	<i>-50,2</i>	<i>3,5</i>	<i>4,5</i>	<i>-2,7</i>	<i>20,2</i>	<i>-22,1</i>	<i>-52,9</i>
Afrique du Sud*	3,8	6,1	7,1	-2,3	-2,5	-3,6	1,5	3,6	3,5
Australie	0,1	2,4	1,6	-4,0	-4,4	-5,3	-3,9	-2,0	-3,7
Autriche*	-3,3	-4,2	-6,2	1,8	2,3	2,6	-1,5	-1,9	-3,6
Danemark*	-2,4	-3,1	-2,0	0,9	0,2	-0,5	-1,5	-2,9	-2,5
Espagne*	-4,0	-5,7	-11,9	5,6	6,8	6,8	1,6	1,1	-5,1
Finlande	1,1	0,4	-0,6	-0,5	-0,6	-0,8	0,6	-0,2	-1,4
Grèce*	-3,5	-5,0	-5,5	2,5	3,1	3,4	-1,0	-1,9	-2,1
Irlande*	-1,1	-2,3	-2,2	0,7	0,8	0,6	-0,4	-1,5	-1,6
Israël	-2,8	-3,3	-3,3	1,9	1,8	1,3	-0,9	-1,5	-2,0
Norvège	-0,5	0,3	2,1	-1,6	-1,3	-1,1	-2,1	-1,0	1,0
Nouvelle-Zélande*	0,6	0,8	0,9	-1,0	-1,3	-1,5	-0,4	-0,5	-0,6
Portugal	-2,4	-2,6	-4,1	1,6	2,6	3,0	-0,8	-0,0	-1,1
Turquie	-1,9	-2,3	-3,6	0,7	1,1	0,9	-1,2	-1,2	-2,7
Yougoslavie*	-3,5	-6,1	-4,8	2,2	2,4	2,6	-1,3	-3,7	-2,2
<i>Autres pays développés</i>	<i>-19,8</i>	<i>-24,6</i>	<i>-32,5</i>	<i>8,5</i>	<i>11,0</i>	<i>8,4</i>	<i>-11,3</i>	<i>-13,6</i>	<i>-24,1</i>
<i>Total des pays développés</i>	<i>-3,1</i>	<i>-51,2</i>	<i>-82,7</i>	<i>12,0</i>	<i>15,5</i>	<i>5,7</i>	<i>8,9</i>	<i>-35,7</i>	<i>-77,0</i>
Pays exportateurs de pétrole ³	41,6	112,9	163,5	-43,8	-48,4	-55,5	-2,2	64,5	108,0
Autres pays en voie de développement	-20,8	-32,9	-48,1	-2,5	-5,7	-13,1	-23,3	-38,6	-61,2
<i>Total des pays en voie de développement</i>	<i>20,8</i>	<i>80,0</i>	<i>115,4</i>	<i>-46,3</i>	<i>-54,1</i>	<i>-68,6</i>	<i>-25,5</i>	<i>25,9</i>	<i>46,8</i>
Economies à planification centralisée ^{3,4}	-2,7	3,6	5,8						

* Pour ces pays, le solde des transactions invisibles exclut 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 Pour la composition de ce groupe, se référer au tableau de la page 83. ⁴ Chiffres en partie estimés, calculés d'après les statistiques douanières, y compris le montant estimé des exportations d'or par l'URSS.

\$22 milliards l'année précédente. Les déficits consolidés des autres pays développés et des pays en voie de développement non producteurs de pétrole, qui se sont établis respectivement à \$24 milliards et \$61 milliards, ont augmenté de plus de moitié, en dollars courants, par rapport à 1979.

Cette fois encore, le financement des déficits des paiements courants n'a généralement pas présenté de difficultés majeures, et cela pour trois raisons essentielles. Tout d'abord, ces déficits se sont très fortement concentrés sur l'ensemble Groupe des Dix et Suisse, au sein duquel certains pays ont bénéficié d'un afflux direct de capitaux en provenance de l'OPEP, tandis que d'autres se sont trouvés en bonne posture pour financer leur déficit par d'autres moyens. En outre, la moitié du déficit extérieur global en compte courant enregistré l'an dernier par la zone du Groupe des Dix a été supportée par l'Allemagne et le Japon, deux des pays les plus solides sur le plan financier. Ensuite, le solde négatif des transactions courantes de l'ensemble des autres groupes de pays importateurs de pétrole a été, malgré l'accroissement sensible de leur endettement extérieur et des charges du service de la dette, moins important, par rapport aux recettes d'exportation, qu'après le choc pétrolier de 1973. C'est ainsi que, entre 1974-75 et 1979-80, le déficit consolidé des opérations courantes des pays en développement non pétroliers a légèrement fléchi, de 28% à 27%, par rapport aux recettes d'exportation tandis que, pour les pays développés de moindre importance, ce recul a été beaucoup plus prononcé (de 27% à 12%). Enfin, le secteur bancaire international a de nouveau développé ses opérations de recyclage, l'an dernier. Les flux nets de fonds fournis aux pays en développement non pétroliers par les banques de la zone recensée par la BRI (zone déclarante) et les prêts consentis aux pays développés extérieurs à la zone déclarante ont marqué une expansion de quelque \$12 milliards et \$9,5 milliards respectivement.

Si l'on compare l'évolution des balances des paiements dans le monde au lendemain des deux chocs pétroliers, on note un contraste frappant dans la répartition géographique des déficits formant la contrepartie des excédents de l'OPEP. L'ensemble Groupe des Dix et Suisse, en particulier, dont la position extérieure en compte courant était grosso modo en équilibre en 1974-75, a enregistré un déficit cumulé de \$75 milliards en 1979-80, ce qui représente près de la moitié de l'excédent de l'OPEP.

Ce changement correspond pour l'essentiel à un élargissement de \$21 milliards à \$85 milliards, d'une période sur l'autre, du déficit commercial des pays du Groupe des Dix (sur la base des statistiques douanières) avec les pays de l'OPEP. Entre 1978 et 1980, le prix du pétrole a augmenté de \$18 par baril, contre \$7,8 entre 1973 et 1975. De ce fait, l'incidence de ce renchérissement sur la facture pétrolière réglée aux pays de l'OPEP par les membres du Groupe des Dix s'est chiffrée à \$135 milliards environ entre 1978 et 1980, contre \$65 milliards entre 1973 et 1975. Cette incidence plus accentuée exercée par les prix n'a été compensée que pour un quart environ par un surcroît d'économies réalisées sur le volume des importations de pétrole. En outre, les pays du Groupe des Dix ont moins bien réussi en 1979-80 qu'au cours de la période antérieure à compenser une partie de l'alourdissement de leur facture pétrolière par une extension de leurs ventes à l'OPEP. En 1974-75, le dynamisme de la demande d'importations de cette zone avait permis aux pays du Groupe des Dix de renforcer de près de \$30 milliards les recettes tirées des ventes à l'OPEP, grâce essentiellement à

une progression en volume. En 1979-80, en revanche, le volume des ventes aux pays de l'OPEP a légèrement fléchi et le gain de recettes d'exportation ne s'est monté qu'à \$18 milliards.

Parallèlement à la détérioration beaucoup plus accentuée de leur balance commerciale avec les membres de l'OPEP, les pays du Groupe des Dix ont vu leur excédent commercial global vis-à-vis du reste du monde demeurer pratiquement inchangé en 1979-80, alors qu'il s'était gonflé de \$25 milliards en 1974-75. Cette stagnation a deux raisons. La première, c'est qu'en 1979 et durant le premier semestre de 1980 la croissance économique s'est poursuivie, à un rythme ralenti toutefois, dans la plupart des pays de ce groupe, alors que 1974 et les six premiers mois de 1975 avaient été une période de récession. La seconde raison, c'est que les termes de l'échange des produits non pétroliers se sont détériorés en 1979-80 dans ces pays, tandis qu'ils s'étaient améliorés en 1974-75.

Balances des paiements des pays développés

Dans l'ensemble Groupe des Dix et Suisse, l'augmentation de \$22 milliards à \$53 milliards entre 1979 et 1980 du déficit consolidé des paiements courants s'est répartie de manière assez uniforme. D'une année sur l'autre, seuls trois pays ont amélioré leur position en compte courant: le Royaume-Uni, où le solde négatif a fait place à un excédent important, les Etats-Unis, qui ont résorbé leur faible déficit de 1979, et le Canada, qui a sensiblement réduit le sien. En ce qui concerne les autres pays, le déficit des transactions courantes s'est fortement accru en Allemagne, en Belgique et en Suède, tandis qu'en France et en Italie la position excédentaire s'est nettement renversée, pour faire apparaître un déficit. Au Japon et aux Pays-Bas, les déficits se sont modérément élargis et, en Suisse, le solde des opérations courantes est passé d'un excédent à un léger déficit. La diminution de \$39 milliards à \$14 milliards du déficit global des transactions courantes du Groupe des Dix, entre le premier et le second semestre de 1980, reflète essentiellement les améliorations obtenues par les Etats-Unis et le Royaume-Uni, où le déficit a disparu au profit d'un excédent, ainsi que par le Japon, qui est parvenu à réduire fortement son solde passif en cours d'année.

Alors que la balance des paiements courants de la plupart des pays du Groupe des Dix accusait l'an dernier un solde négatif, seule l'Allemagne a enregistré une réduction sensible de ses réserves monétaires. Ailleurs, les déficits en compte courant ont été financés par des entrées de capitaux, et quatre des pays déficitaires - France, Italie, Japon et Pays-Bas - ont même réussi à renforcer leurs réserves brutes. En ce qui concerne la nature des entrées de capitaux qui ont contribué, l'an dernier, au financement des déficits, la Belgique, l'Allemagne et la Suède ont largement recouru aux emprunts extérieurs du secteur public tandis que, dans les autres pays déficitaires, ces apports externes ont été principalement acheminés par le secteur privé, en grande partie par le canal des banques.

La balance des paiements des *Etats-Unis* a enregistré des variations importantes en 1980, tant en compte courant qu'en compte capital. Sur l'ensemble de l'année, on a noté une amélioration considérable de la balance des échanges de produits non pétroliers qui a permis, malgré l'aggravation de \$18 milliards du montant net de la facture pétrolière, une légère amélioration (excédent de \$0,1 milliard) de la situation des

paiements courants. En outre, le redressement substantiel du solde global des échanges commerciaux au cours de l'année 1980 a provoqué un retournement de la situation des paiements courants qui, déficitaire de \$5 milliards au premier semestre (après correction des variations saisonnières), a fait apparaître un excédent du même ordre de grandeur au second. Pour ce qui est des mouvements de capitaux (y compris les opérations non identifiées), un renversement considérable est intervenu entre 1979 et 1980 dans la balance générale, où \$14,3 milliards d'entrées nettes ont fait place à \$7,9 milliards de sorties nettes, par suite essentiellement d'importantes sorties nettes de fonds bancaires à partir du deuxième trimestre.

Pour l'ensemble de l'année, le déficit du commerce extérieur s'est réduit au total de \$2 milliards, pour se situer à \$27,4 milliards. Si l'on exclut les importations nettes de pétrole, la balance commerciale fait ressortir une amélioration de \$20 milliards. Compte tenu de la détérioration de 7% des termes de l'échange, le redressement, en termes réels, des échanges de marchandises peut être chiffré à \$21 milliards environ, dont \$12 milliards pour le seul pétrole. Le volume des exportations s'est gonflé de 8% par rapport à 1979, tandis que celui des achats à l'étranger a diminué de 3%, les importations de pétrole ayant fléchi de 20% et celles des autres produits de 1%. L'amélioration de la balance des échanges commerciaux non pétroliers a été due aux effets conjugués du ralentissement de la croissance économique interne et de la dépréciation du dollar de 1977-78.

Les améliorations de loin les plus considérables dans la balance commerciale ont porté sur les transactions avec les pays de la CEE et les pays en développement non pétroliers, qui ont progressé respectivement de \$8,4 milliards et \$5,2 milliards entre 1979 et 1980. Par catégorie de marchandises, les exportations nettes de biens d'équipement ont augmenté de \$9,7 milliards, celles des fournitures industrielles et des matières premières non pétrolières de \$6,2 milliards et les ventes nettes de produits agricoles de \$5,8 milliards.

Le renversement de situation des paiements courants entre les deux semestres de 1980 s'est reflété presque entièrement dans la réduction, de \$18,4 milliards à \$9 milliards, du déficit commercial, en données corrigées des variations saisonnières. Cette amélioration a surtout été due au fait que la détérioration des termes de l'échange, qui s'élevait à 10% au premier semestre par rapport aux six derniers mois de 1979, a été suivie d'un faible redressement de 1% pendant le reste de l'année. L'évolution en volume, calculée sur la base des statistiques douanières, indique que la balance des échanges de marchandises, en termes réels, s'est renforcée tout au long de l'année. Le volume des exportations, qui s'était accru assez fortement durant les six premiers mois, a diminué au second semestre, parallèlement à l'affaiblissement de l'activité économique dans les autres pays industrialisés. En même temps, toutefois, la contraction du volume des importations, amorcée au premier semestre, s'est amplifiée en raison de la stagnation du produit national brut des Etats-Unis au second semestre, si bien que, en termes réels, les achats à l'étranger ont diminué plus fortement que les exportations.

L'excédent des transactions invisibles a marqué en 1980 un léger fléchissement, de \$1,2 milliard, pour s'inscrire à \$27,5 milliards. Cette diminution a résulté en totalité de l'accroissement des versements nets effectués par le gouvernement américain au titre à la fois des services et des transferts de caractère militaire. Le solde net des

autres transactions invisibles n'a pratiquement pas varié. Le revenu net des investissements, en particulier, qui avait progressé de \$11,6 milliards en 1979, pour s'élever à \$32,5 milliards, est resté au même niveau en 1980. Le recul des bénéficiaires nets non distribués tirés des investissements directs a été exactement compensé par la progression du revenu net des autres investissements.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, les sorties nettes identifiées ont pratiquement quintuplé entre 1979 et 1980, passant de \$9,5 milliards à \$43,5 milliards. Compte tenu de l'accroissement de \$11,8 milliards des afflux nets provenant de transactions non identifiées, qui ont vraisemblablement pris, pour l'essentiel, la forme d'entrées non enregistrées de capitaux privés, la balance des mouvements de capitaux accuse un revirement de \$22,2 milliards, puisque \$14,3 milliards d'entrées nettes ont fait place à \$7,9 milliards de sorties nettes.

Le tableau de la page 90 montre que les sorties de capitaux ont été concentrées sur le secteur bancaire, dont le solde net a varié de \$42,7 milliards d'une année sur l'autre, \$35,9 milliards de sorties nettes ayant succédé à \$6,8 milliards d'entrées nettes. Cette évolution est imputable en majeure partie aux opérations des banques américaines avec les banques commerciales du reste du monde, et en particulier avec les succursales de ces dernières dans la zone des Caraïbes, tandis que le volume net de leurs prêts en dollars accordés à des non-résidents du secteur non bancaire est demeuré, avec \$11,1 milliards, à peu près du même ordre de grandeur qu'en 1979. Le renversement radical des flux nets de fonds entre les banques américaines et celles du reste du monde s'est produit au deuxième trimestre de 1980, durant lequel les sorties nettes se sont élevées à \$20,2 milliards. Ce revirement, qui faisait suite aux \$9,4 milliards d'afflux nets au premier trimestre de l'année, traduisait la contraction de l'activité interne de prêt des banques américaines au deuxième trimestre, sous l'effet en partie du programme de resserrement monétaire et de contrôle du crédit mis en place par les autorités en mars 1980. Non seulement le fléchissement sensible de la demande de crédit interne a rendu des ressources disponibles pour des prêts à l'étranger, mais le programme de contrôle du crédit a également incité la clientèle résidente des banques américaines à emprunter auprès des banques sises à l'étranger. Il se peut qu'une fraction de ces emprunts ait été financée à l'aide de capitaux fournis par les banques aux Etats-Unis à des banques opérant à l'extérieur; d'ailleurs, au deuxième trimestre de 1980, les sorties nettes considérables de capitaux bancaires enregistrées par les banques américaines se sont effectivement accompagnées d'importantes entrées nettes de fonds non identifiés. Il faut ajouter que, au second semestre, malgré la levée des mesures de contrôle du crédit et la nouvelle hausse des taux d'intérêt à court terme américains, qui ont atteint des niveaux encore plus élevés qu'au premier trimestre, les sorties nettes de capitaux se sont poursuivies par le canal du système bancaire des Etats-Unis, à un rythme nettement moindre cependant qu'au deuxième trimestre. Les créances extérieures brutes des banques américaines se sont accrues de plus de \$12 milliards tant au troisième trimestre que pendant les trois derniers mois de 1980.

Les sorties de fonds bancaires ont été compensées en partie par une diminution de \$8,7 milliards des sorties nettes identifiées de capitaux non bancaires, qui se sont élevées à \$7,6 milliards en 1980. Les sorties nettes au titre des investissements directs ont fléchi de \$2,2 milliards par rapport à 1979, les acquisitions de titres étrangers à

Etats-Unis: flux de capitaux extérieurs, 1979-80¹

Postes	1979	1980	1980 ²			
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en milliards de dollars EU						
Flux non bancaires (chiffres nets)	- 16,3	- 7,8	- 1,0	- 0,1	- 1,9	- 4,6
Flux bancaires (chiffres nets)	6,8	- 35,9	6,1	- 25,2	- 12,1	- 4,7
dont:						
<i>Variations des avoirs extérieurs nets en dollars des banques vis-à-vis des banques sises à l'étranger</i> ³	24,9	- 19,5	9,4	- 20,2	- 7,1	- 1,6
<i>Variations des créances nettes en dollars des banques sur le secteur non bancaire</i>	- 10,5	- 11,1	- 0,8	- 2,6	- 5,1	- 2,6
<i>Autres opérations</i> ⁴	- 7,6	- 5,3	- 2,5	- 2,4	0,1	- 0,5
Erreurs et omissions	23,8	35,6	7,0	20,2	2,9	5,5
Total	14,3	- 7,9	12,1	- 5,1	- 11,1	- 3,8

¹ Ne comprend pas les mouvements des réserves officielles des Etats-Unis ni les mouvements des avoirs officiels étrangers aux Etats-Unis. ² En données corrigées des variations saisonnières. ³ Y compris les banques sous contrôle étranger sises aux Etats-Unis. ⁴ Comprend les opérations en dollars, effectuées pour le compte de la clientèle résidente et au titre des valeurs en garde, ainsi que les variations des avoirs et engagements des banques en monnaies étrangères.

long terme par les résidents américains se sont contractées de \$1,5 milliard et les achats par les non-résidents de titres américains à long terme, autres que les titres du Trésor, ont progressé de \$2,9 milliards à \$7,4 milliards. En revanche, les achats par les non-résidents de titres à long terme du Trésor des Etats-Unis se sont réduits de \$2,5 milliards d'une année sur l'autre.

Comme la balance des opérations courantes a été pratiquement en équilibre, les sorties nettes de capitaux se sont traduites au total par une détérioration de \$7,8 milliards de la position monétaire officielle nette des Etats-Unis, compte non tenu de l'allocation de \$1,2 milliard de DTS. Les réserves de change se sont renforcées de \$7 milliards, par suite essentiellement des interventions officielles sur le marché des changes, cependant que le montant total des engagements envers les institutions monétaires étrangères s'est accru de \$14,8 milliards, dont \$13 milliards à l'égard des pays de l'OPEP.

Au premier trimestre de 1981, le déficit commercial corrigé des variations saisonnières a été, avec \$3,7 milliards, sensiblement inférieur à celui de \$6,2 milliards noté au cours des trois mois précédents, de sorte que la balance des opérations courantes est demeurée excédentaire. Toutefois, la détérioration, à hauteur de \$2 milliards environ, de la position monétaire officielle nette (compte non tenu de l'allocation de DTS) donne à penser que les sorties nettes de capitaux des Etats-Unis se sont poursuivies.

Le Royaume-Uni a été le seul pays du Groupe des Dix à enregistrer, en 1980, un excédent confortable (\$6,6 milliards) au titre des paiements courants, ce qui contraste avec le déficit de \$3,3 milliards accusé en 1979. Ce solde actif en compte courant, qui s'est entièrement concentré sur le second semestre, a été compensé et au-delà par des sorties autonomes de capitaux à long terme d'un total de \$10,8 milliards et par des remboursements nets, à concurrence de \$2,2 milliards, de dettes extérieures à long

terme du secteur public. Toutefois, les opérations à court terme et le poste «erreurs et omissions» se sont soldés par \$7 milliards d'entrées nettes, y compris un renforcement de \$8,8 milliards des avoirs officiels en sterling des non-résidents, de sorte que la position monétaire officielle nette (abstraction faite des avoirs officiels en sterling) s'est améliorée de \$0,5 milliard. Ce redressement s'est traduit par une réduction de \$0,3 milliard des engagements envers le FMI et un accroissement de \$0,2 milliard des actifs de réserve (compte non tenu de l'incidence des variations de change et de l'allocation de DTS).

La balance des opérations courantes s'est rapidement redressée en 1980 pour parvenir à l'équilibre au premier semestre, sur une base désaisonnalisée (alors qu'elle se soldait par un déficit de \$1,6 milliard au cours des six mois précédents), et faire ressortir un excédent de \$6,6 milliards au second. Sur l'ensemble de l'année, l'amélioration, qui s'est limitée aux échanges de marchandises, a été due essentiellement à deux facteurs: le recul accentué de l'activité interne et l'accroissement de la production de pétrole en Mer du Nord. Le volume des importations a fléchi de 5% sur l'ensemble de l'année et de 10% d'un semestre à l'autre; dans ce dernier cas, le recul a été dû à la réduction des stocks. Le volume total des exportations a progressé de 2% en 1980, malgré une diminution de 3% entre les premier et second semestres. Ces résultats relativement satisfaisants, compte tenu de l'appréciation de la monnaie, ont peut-être été liés à la mollesse des ventes sur le marché national engendrée par la récession. En plus de cette évolution du volume des échanges, la balance commerciale a bénéficié l'an dernier d'une autre contribution positive, sous la forme d'une amélioration de 3½% des termes de l'échange des produits non pétroliers, provoquée surtout par l'appréciation de 10% du cours de change effectif de la livre sterling.

Au cours de l'année, grâce notamment à la diminution de la consommation interne de combustibles, la balance des échanges de produits pétroliers s'est soldée pour la première fois par un excédent qui est à l'origine, pour près d'un quart, de l'amélioration de \$10,2 milliards de la balance commerciale générale. On peut évaluer l'incidence plus large des opérations en Mer du Nord, y compris la production de gaz naturel, sur la balance des transactions courantes, en déduisant du total des recettes procurées par les ventes de pétrole et de gaz le montant des importations de produits connexes, les coûts d'exploitation ainsi que les intérêts et dividendes transférés à l'étranger. Sur cette base, la contribution de la production de pétrole et de gaz en 1980 s'élève à \$15,5 milliards, soit \$6,5 milliards de plus qu'en 1979.

L'excédent des opérations invisibles et des transferts s'est réduit de \$0,3 milliard, pour atteindre \$3,7 milliards. Le solde des revenus des investissements a de nouveau fléchi (de \$1,6 milliard) et a été déficitaire de \$0,2 milliard — pour la première fois depuis la fin de la seconde guerre mondiale, à cause surtout des décaissements plus substantiels effectués au profit des compagnies pétrolières étrangères opérant en Mer du Nord et de la majoration des intérêts servis aux non-résidents sur leurs avoirs en sterling. Les recettes nettes du tourisme ont diminué de \$0,8 milliard, par suite du renchérissement du taux de change, les résidents britanniques en voyage à l'étranger ayant dépensé quatre fois plus que les touristes étrangers au Royaume-Uni. En revanche, les autres postes du compte des opérations invisibles ont progressé de \$2,1 milliards, dont \$0,7 milliard au titre des transports.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux à long terme, les sorties autonomes, qui ont atteint \$10,8 milliards en chiffres nets, reflètent probablement, dans une large mesure, les effets persistants de l'abolition du contrôle des changes à la fin de 1979. Le montant net des investissements de portefeuille, qui était excédentaire à raison de \$0,8 milliard, est devenu déficitaire à concurrence de \$4,6 milliards, par suite de l'extension des achats de valeurs mobilières étrangères par les établissements financiers du Royaume-Uni. Les investissements directs du secteur non pétrolier ont entraîné des sorties nettes d'un montant appréciable (\$3,5 milliards), légèrement supérieur à celui de l'année précédente. Les autres sorties autonomes de capitaux à long terme, qui se sont élevées à \$2,7 milliards en chiffres nets, ont été inférieures de plus de moitié à celles de 1979, en raison notamment de la réduction très sensible des investissements à l'étranger des compagnies pétrolières britanniques. Les mouvements de capitaux à court terme se sont également ressentis de l'abolition du contrôle des changes, les banques du Royaume-Uni ayant accordé \$5,8 milliards de nouveaux prêts en sterling, alors que l'année précédente elles avaient enregistré \$0,5 milliard d'entrées nettes. La plupart de ces prêts, surtout dans les premiers mois de l'année, paraissent avoir été destinés au marché de l'euro-sterling. Il se peut également qu'une fraction ait contribué à la progression de \$8,8 milliards des avoirs liquides en sterling des non-résidents, dont \$6 milliards pour compte privé. L'augmentation de \$2,8 milliards des avoirs officiels en sterling — inclus dans les « engagements envers des institutions monétaires étrangères » dans le tableau de la page 98 — a ramené ces derniers (en termes de sterling) à leur niveau de fin 1974. Les autres opérations identifiées en capital à court terme ont donné lieu à un afflux net de \$4,3 milliards, reflétant surtout les emprunts nets en devises étrangères des banques britanniques.

Les chiffres disponibles pour les deux premiers mois de 1981 font apparaître un excédent commercial de \$2,5 milliards, en données corrigées des variations saisonnières, contre \$1,8 milliard pour les deux mois précédents. La balance des échanges de produits pétroliers s'est améliorée de \$0,8 milliard, mais l'excédent des échanges non pétroliers s'est inscrit en recul de \$0,1 milliard, par suite surtout de l'évolution défavorable du volume d'échanges de biens manufacturés, les exportations (abstraction faite des fluctuations erratiques de certains postes) ayant fléchi de 5%, contre 2% pour les importations. Compte tenu du montant estimé des recettes nettes au titre des opérations invisibles, l'excédent en compte courant pour les deux mois peut être chiffré à \$3,9 milliards. Si l'on exclut l'allocation de DTS et l'incidence des variations de change, les avoirs officiels de réserve ne font apparaître aucun changement, ce qui indique que les mouvements de capitaux se sont encore soldés par d'importantes sorties nettes.

Sur l'ensemble de 1980, le déficit en compte courant du Japon s'est établi à \$10,8 milliards, soit \$2 milliards de plus qu'en 1979. A noter toutefois que ce déficit se trouvait presque entièrement résorbé à la fin de l'année. Jusqu'à la mi-1980, il s'était élevé à près de \$18 milliards, en rythme annuel corrigé des variations saisonnières, et avait donc doublé par rapport au chiffre de 1979; au troisième trimestre, toujours sur les mêmes bases, il est tombé à \$7 milliards environ et, au quatrième, il s'établissait à moins de \$1 milliard. En ce qui concerne les mouvements de capitaux à long terme, le contraste a été très marqué, puisque \$2,4 milliards d'entrées nettes ont succédé aux \$12,6 milliards de sorties nettes enregistrées en 1979; quant aux mouvements de fonds

à court terme, y compris le poste «erreurs et omissions», ils se sont soldés par \$13,1 milliards d'entrées nettes. Aussi les entrées nettes de capitaux ont-elles non seulement couvert le déficit extérieur en compte courant, mais elles ont également permis un renforcement des réserves officielles nettes, à hauteur de près de \$5 milliards (compte non tenu de l'incidence des variations de change et de l'allocation de DTS).

Le contraste entre l'ampleur du déficit en compte courant pour l'année 1980 et son élimination progressive en cours d'année tient pour beaucoup au brusque revirement des termes de l'échange du Japon entre le premier et le second semestre. Sur l'ensemble de 1980, les termes de l'échange se sont détériorés de 20%, la valeur unitaire des exportations s'étant accrue de 12% en termes de yens et celle des importations de 40%; en outre, la hausse des prix du pétrole a majoré de \$25 milliards la facture des achats de pétrole brut de ce pays entre 1979 et 1980. L'aggravation des termes de l'échange d'une année sur l'autre a été plus que compensée par le redressement de la balance commerciale en termes réels; il en est résulté un léger renforcement de l'excédent, qui est passé à \$2,1 milliards en 1980. Le volume des ventes à l'étranger a augmenté de 16½% l'an dernier, grâce en partie à la dépréciation du yen entre la fin de 1978 et le début de 1980, et celui des importations a baissé de 6%, après une progression de 11% en 1979. Cependant, entre le premier et le second semestre, l'accroissement considérable du volume des échanges commerciaux a été amplifié par le revirement favorable des termes de l'échange en cours d'année; de ce fait, la balance commerciale s'est redressée fort sensiblement, et le déficit d'environ \$5 milliards, en rythme annuel corrigé des variations saisonnières, a fait place à un excédent de plus de \$9 milliards. La croissance réelle des exportations s'est accélérée, passant de 4½% à 12½% d'un semestre à l'autre, malgré la contraction du volume du commerce mondial, tandis que le recul des importations en termes réels du Japon s'est ralenti de 5½% à 2½%. Il n'en reste pas moins que l'évolution des termes de l'échange est essentiellement responsable de la réapparition d'un excédent commercial: après une détérioration de 15% au cours des six premiers mois, ils se sont améliorés de 3½% au second semestre par suite du ralentissement de la hausse des prix pétroliers et de la forte appréciation du yen.

Les mouvements de capitaux à long terme ont présenté en 1980 un contraste saisissant par rapport aux deux années précédentes: aux sorties nettes de plus de \$12 milliards, tant en 1978 qu'en 1979, ont succédé des entrées nettes de \$2,4 milliards. Les investissements de portefeuille, qui s'étaient soldés en 1979 par \$1,2 milliard de sorties nettes, ont fait apparaître un afflux net de \$9,4 milliards, grâce au triplement (à \$13,2 milliards) des placements de titres effectués au Japon par des non-résidents. Il s'agit, pour la plupart, d'investissements en provenance de pays exportateurs de pétrole. De plus, le volume des prêts, autres que les crédits commerciaux, accordés à des non-résidents du secteur privé, s'est fortement contracté (de \$8,1 milliards à \$2,6 milliards), du fait surtout de l'entrée en vigueur de mesures restreignant l'octroi des prêts bancaires internationaux. Parallèlement au renversement des flux de capitaux à long terme, les entrées nettes de fonds à court terme se sont très sensiblement accélérées, pour passer de \$6,4 milliards à \$16,2 milliards. Cet afflux de ressources courtes s'est concentré en majeure partie sur le premier semestre, sous l'effet des diverses dispositions prises en novembre 1979 et en mars 1980 pour faciliter le financement du déficit extérieur en compte courant et qui comportaient notamment un

relèvement des taux d'intérêt et l'assouplissement des contrôles administratifs sur les entrées de capitaux. L'une des décisions prises en mars 1980 autorisait les banques à servir un intérêt, au taux du marché, sur les comptes en yens des non-résidents auprès des banques commerciales nippones et, sur l'ensemble de l'année, le total des avoirs en yens des non-résidents auprès de ces établissements s'est accru de \$7,8 milliards (après correction des variations de change); sur ce montant, \$3,6 milliards sont venus renforcer les avoirs officiels.

Au premier trimestre de 1981, la situation des paiements courants en données désaisonnalisées, qui était proche de l'équilibre au trimestre précédent, s'est soldée par un déficit de \$1 milliard; cette détérioration est due en totalité à un accroissement net des décaissements au titre des opérations invisibles. En ce qui concerne les mouvements de capitaux, les entrées nettes de fonds à long terme se sont élevées à \$2,8 milliards, et les opérations à court terme et le poste «erreurs et omissions», considérés dans leur ensemble, ont également évolué dans un sens favorable. Les avoirs monétaires officiels nets se sont renforcés de \$2,2 milliards, compte non tenu de l'allocation de DTS et de l'incidence des variations de change.

L'évolution de la balance des paiements de l'Allemagne en 1980 contraste fortement avec celle du Japon, tant pour les opérations courantes que pour les mouvements de capitaux. Non seulement le déficit des paiements courants (\$16,1 milliards) a presque triplé par rapport à 1979, mais il n'a cessé de se creuser tout au long de l'année, pour atteindre \$18,5 milliards au quatrième trimestre, en rythme annuel désaisonnalisé. Du côté des mouvements de capitaux, compte tenu des erreurs et omissions, le modeste excédent enregistré en 1979 a pratiquement disparu l'an dernier, de sorte que le déficit en compte courant a dû être financé par un prélèvement de \$15,1 milliards sur les avoirs monétaires officiels nets (avant correction des variations de change).

Si l'on considère l'ensemble des années 1979 et 1980, on constate que le déficit cumulé des opérations courantes de l'Allemagne a dépassé \$21 milliards, alors qu'un excédent de plus de \$14 milliards avait été réalisé en 1974-75. En même temps, le déficit traditionnel des transactions invisibles s'est élargi de près de \$10 milliards. Comme on l'a constaté pour les autres pays industrialisés, la réduction de l'excédent commercial allemand, qui a été ramené de \$23,9 milliards en 1978 à \$8,1 milliards en 1980, peut être attribuée essentiellement aux mouvements défavorables des prix, qui se sont traduits par une détérioration des termes de l'échange de plus de 6%, tant en 1979 qu'en 1980. Si ces mouvements des prix relatifs ont été dus en grande partie à la flambée des cours du pétrole, les termes de l'échange des produits non pétroliers se sont eux aussi détériorés (de 2% environ) au cours de chacune de ces deux années. En 1979, l'évolution relative en volume avait amplifié la dégradation des termes de l'échange, la croissance des importations en termes réels ayant dépassé de deux points celle des exportations; en 1980, par contre, on a noté une certaine amélioration de la balance commerciale en volume, puisque les exportations et les importations ont progressé respectivement de 4% et de 2%. Cette faible expansion du volume des importations, l'an dernier, s'explique toutefois, et au-delà, par une réduction de 10% des importations de pétrole. Les achats à l'étranger de produits non pétroliers ont progressé de quelque 5% en termes réels. Du fait de l'évolution tendancielle défavorable

des prix et des volumes, l'augmentation de la valeur des importations non pétrolières (+46%) entre 1978 et 1980 a nettement dépassé celle de la valeur de l'ensemble des exportations (+35%). Certes, l'alourdissement de \$15,8 milliards à \$34,6 milliards de la facture pétrolière a été supérieur à la détérioration totale (\$15,8 milliards) de la balance commerciale en 1979-80, mais l'amélioration plutôt modeste (+\$3 milliards) de la balance des échanges non pétroliers au cours de ces deux années contraste avec le redressement (+\$41,8 milliards) noté aux Etats-Unis et avec la progression, l'an dernier (+\$18,2 milliards), de l'excédent enregistré au même titre au Japon. Cette divergence d'évolution tendrait à prouver que la faiblesse récente de la balance commerciale allemande a d'autres causes.

Une comparaison des résultats du commerce extérieur de l'Allemagne pendant la première et la seconde moitié des années soixante-dix permet de cerner de plus près ces autres causes. Pendant la période 1970-74, l'expansion économique sur les principaux marchés d'exportation de l'Allemagne, mesurée par la progression moyenne (pondérée selon la part des exportations sur ces marchés) du produit national brut en volume dans les grands pays développés, qui absorbent grosso modo les deux tiers des ventes allemandes, a été constamment supérieure à l'accroissement du produit national brut de l'Allemagne. En même temps, le volume des exportations allemandes s'est accru à un rythme annuel composé de 9%, supérieur donc de près de cinq points à celui des importations. Pendant la période 1976-80, en revanche, durant laquelle la croissance économique de l'Allemagne a constamment dépassé celle de ses principaux clients, le volume de ses ventes a augmenté à un taux annuel composé de 5%, tandis que celui de ses achats a progressé de 5½% par an. De plus, alors que la propension de l'Allemagne à importer avait suivi, de 1970 à 1974, la même tendance ascendante que dans le groupe des sept principaux pays industrialisés, après 1975 le rapport entre les importations réelles de biens et services et le produit national brut en volume a commencé à s'élever beaucoup plus rapidement en Allemagne que dans l'ensemble de ce groupe. Cette propension accrue à importer — particulièrement prononcée en 1979-80 — était liée à l'appréciation cumulée du cours de change effectif du deutsche mark, qui s'est élevée à 60% entre fin 1972 et fin 1979 et a porté atteinte à la compétitivité des produits internes par rapport aux produits importés. L'incidence des fluctuations des cours de change a été particulièrement nette en 1980. En effet, la valeur des importations en provenance des Etats-Unis et du Japon — par rapport à la monnaie de ces pays, le deutsche mark s'est apprécié de 14% et 41% respectivement entre le troisième trimestre de 1978 et le dernier trimestre de 1979 — s'est accrue de 26,5% et de 32%, alors que la valeur totale des importations non pétrolières a progressé de 14,5%. A cet égard, il convient d'ajouter que le taux de change effectif du yen s'est fortement déprécié entre la fin de 1978 et le début de 1980, alors que la dépréciation du deutsche mark s'est produite plus récemment, puisqu'elle a débuté vers la fin de 1979.

L'incidence des facteurs conjoncturels et des variations de change a accentué l'impact du renchérissement du pétrole sur la balance commerciale et a aussi, selon toute vraisemblance, contribué à l'expansion rapide des dépenses nettes au titre du tourisme. Celles-ci sont responsables pour près de moitié de l'augmentation, enregistrée entre 1978 et 1980, des décaissements nets de l'Allemagne au titre des transactions invisibles (qui sont passés de \$14,6 milliards à \$24,2 milliards). Pour le reste, le principal facteur a été l'accroissement des transferts, dont la progression a été de

\$5,2 milliards au cours des deux dernières années, en raison principalement de versements officiels à la CEE et aussi, en 1980, à cause de l'annulation de \$0,8 milliard de créances officielles sur les pays en voie de développement.

Les mouvements de capitaux, y compris le poste «erreurs et omissions», ont fait ressortir \$1 milliard d'entrées nettes en 1980, contre un excédent de \$2,9 milliards en 1979. En fait, l'apparition d'un déficit important en compte courant n'a pu être évitée que grâce à des emprunts massifs du secteur public à l'étranger. Le total des entrées nettes par l'intermédiaire de ce secteur s'est élevé à \$11,3 milliards, chiffre qui tient compte de cessions de titres d'Etat à des non-résidents, pour près de \$13 milliards. La moitié environ de ces cessions a pris la forme de billets à ordre placés par l'intermédiaire du système bancaire, essentiellement dans les pays de l'OPEP, tandis que, pour l'autre moitié, il s'est agi d'emprunts directs du gouvernement fédéral, principalement auprès de l'Arabie Saoudite, ainsi que d'acquisitions, par les autorités des Etats-Unis, de valeurs du gouvernement allemand.

Les mouvements de capitaux privés se sont soldés par \$10,3 milliards de sorties nettes en 1980 – en majeure partie des capitaux à long terme – alors qu'on avait noté \$3,5 milliards d'entrées nettes en 1979. Ce revirement a été dû surtout à l'apparition d'amples écarts de taux d'intérêt entre l'Allemagne et certains autres pays, et en particulier à la très forte hausse des taux d'intérêt en dollars. L'incidence de ces écarts de taux d'intérêt sur les flux de capitaux a été renforcée par l'amointrissement de la confiance dans le deutsche mark, provoqué par le déficit de la balance allemande des paiements courants. Le tableau ci-après montre que l'influence de ces facteurs sur les mouvements de capitaux privés a été la plus forte pendant les premier et quatrième trimestres, au cours desquels les écarts de taux d'intérêt ont atteint leurs niveaux records et où le deutsche mark s'est trouvé soumis à d'intenses pressions sur le marché des changes.

Allemagne: mouvements de capitaux privés avec l'étranger, 1979-80

Postes	1979	1980	1980			
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en milliards de dollars EU						
Capitaux à long terme (chiffres nets)	6,7	- 8,0	- 2,9	- 1,2	- 0,9	- 3,0
<i>Investissements directs</i>	- 3,5	- 3,4	- 1,2	- 0,7	- 0,4	- 1,1
<i>Investissements de portefeuille</i>	1,6	- 3,7	- 1,9	- 0,3	- 0,3	- 1,2
<i>Autres capitaux à long terme</i>	8,6	- 0,9	0,2	- 0,2	- 0,1	- 0,8
Capitaux à court terme (chiffres nets)	- 0,4	- 0,1	- 2,5	0,2	5,6	- 3,5
<i>Secteur bancaire</i>	2,4	- 5,2	- 5,6	0,5	2,0	- 2,1
<i>Secteur non bancaire</i>	- 2,7	5,1	3,1	- 0,2	3,6	- 1,4
Erreurs et omissions	- 2,9	- 2,2	- 0,9	- 0,0	- 0,1	- 1,2
Total des capitaux privés (chiffres nets)	3,5	- 10,3	- 6,3	- 1,0	4,6	- 7,7
Ecarts entre les taux d'intérêt en dollars EU et en deutsche marks* (%)	5,0	7,4	10,0	- 0,4	4,8	7,4

Remarque : La somme des divers postes ne correspond pas nécessairement au montant total, étant donné que les chiffres ont été arrondis et que le cours de change trimestriel dollar EU-deutsche mark a fortement varié.

* Ecart non couvert entre les taux d'intérêt à 3 mois de l'euro-dollar et le taux interbancaire en Allemagne, en fin de période.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux à long terme, leur solde net s'est inversé entre 1979 et 1980, \$6,7 milliards d'entrées ayant fait place à \$8 milliards de sorties. Le retournement qui s'est produit dans les investissements de portefeuille, dont le solde net est passé de \$1,6 milliard d'entrées à \$3,7 milliards de sorties, a été dû à l'accroissement de \$2,6 milliards des achats, par les résidents, de valeurs étrangères à intérêt fixe et à la réduction de \$2,7 milliards des acquisitions de titres allemands à intérêt fixe par des non-résidents. Le second changement notable intervenu d'une année sur l'autre dans les mouvements de capitaux à long terme concerne les transactions bancaires nettes (comprises sous la rubrique «autres capitaux à long terme» du tableau), puisque les \$9,5 milliards d'entrées enregistrées en 1979 ont été remplacées l'an dernier par \$0,5 milliard de sorties. Les prêts à long terme des banques allemandes aux non-résidents se sont accrus de \$2,2 milliards, et la progression des créances extérieures à long terme sur les banques allemandes s'est ralentie de \$7,7 milliards par rapport à l'année précédente.

Les sorties nettes de capitaux à court terme, avec \$0,1 milliard, n'ont guère varié par rapport à 1979. Ce faible montant net résulte toutefois de \$5,2 milliards de sorties par le canal des banques et de \$5,1 milliards d'entrées acheminées par d'autres voies, alors qu'en 1979 l'inverse s'était produit. Les entrées de caractère non bancaire ont principalement consisté en crédits en euro-deutsche marks, obtenus auprès de banques sises à l'étranger, et dont le financement a peut-être été assuré, dans certains cas, au moyen de fonds exportés par le système bancaire allemand. Les sorties de fonds bancaires — qui se sont concentrées sur le premier et sur le quatrième trimestre de l'année — ont été influencées par les mêmes facteurs que les mouvements de capitaux à long terme. Sur le montant total de \$5,2 milliards de sorties nettes par l'intermédiaire des banques, \$3,9 milliards ont correspondu à une augmentation des créances des banques sur l'étranger.

Pour le premier trimestre de 1981, le déficit des opérations courantes a été, avec \$4,4 milliards, sensiblement supérieur au déficit de la période correspondante de 1980 (\$2,9 milliards). Par suite, cependant, des emprunts nets à long terme contractés à l'étranger par le secteur public et des très fortes entrées nettes de capitaux à court terme, la position monétaire extérieure nette (allocation de DTS non comprise) s'est améliorée de \$1 milliard.

La balance des paiements courants de l'Italie s'est dégradée entre 1979 et 1980, un excédent de \$5,1 milliards ayant fait place à un déficit de \$9,9 milliards. Cette détérioration, qui correspond à 3,7% du produit national brut, a été la plus grave qu'ait connue un pays développé. En outre, la balance des opérations courantes s'est détériorée d'un semestre à l'autre en 1980, puisque le déficit est passé, en rythme annuel, de \$8,8 milliards au premier à \$11 milliards au second. Les mouvements de capitaux se sont soldés par \$10,8 milliards d'entrées (compte tenu du poste «erreurs et omissions»), acheminées en grande partie par le système bancaire, qui ont permis à la balance générale des paiements d'être légèrement excédentaire pour l'année 1980.

La dégradation de la balance des transactions courantes a été essentiellement imputable aux échanges de marchandises, dont le déficit est passé de \$1,1 milliard à \$15,9 milliards. Cette détérioration a été provoquée, pour plus de moitié, par l'augmentation des paiements au titre des importations nettes de pétrole, mais également

Pays développés: balances des paiements, 1979-80

Pays	Années	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 monétaires étrangères ³
en milliards de dollars EU							
Allemagne fédérale	1979	- 5,3	5,7	- 2,8	- 2,4	- 3,4	1,0
	1980	- 16,1	3,2	- 2,2	- 15,1	- 10,2	- 4,9
Autriche*	1979	- 1,9	0,1	0,6	- 1,2	- 1,0	- 0,2
	1980	- 3,6	3,3	2,0	1,7	1,4	0,3
Belgique-Luxembourg*	1979	- 3,3	2,4	- 0,3	- 1,2	- 1,2	- 0,0
	1980	- 5,9	5,8	0,5	0,4	- 0,5	0,9
Canada*	1979	- 4,3	6,7	- 3,3	- 0,9	- 0,9	-
	1980	- 1,3	2,8	- 2,2	- 0,7	- 0,7	-
Danemark*	1979	- 2,9	3,2	- 0,4	- 0,1	- 0,1	- 0,0
	1980	- 2,5	3,0	- 0,4	0,1	0,1	- 0,0
Espagne*	1979	1,1	4,3	- 2,0	3,4	2,9	0,5
	1980	- 5,1	5,0	- 0,6	- 0,7	- 0,7	-
Etats-Unis	1979	- 0,7	- 9,5	23,8	13,6	- 0,0	13,6
	1980	0,1	- 43,5	35,6	- 7,8	7,0	- 14,8
Finlande	1979	- 0,2	0,2	- 0,0	- 0,0	- 0,1	0,1
	1980	- 1,4	1,6	- 0,0	0,2	0,2	0,0
France	1979	1,1	- 1,5	2,3	1,9	1,7	0,2
	1980	- 7,4	8,4	5,6	6,6	8,0	- 1,4
Grèce*	1979	- 1,9	1,3	0,5	- 0,1	- 0,1	0,0
	1980	- 2,1	2,2	0,1	0,2	0,1	0,1
Irlande*	1979	- 1,5	0,9	0,0	- 0,6	- 0,6	-
	1980	- 1,6	2,3	- 0,0	0,7	0,7	-
Italie*	1979	5,1	- 1,8	0,1	3,4	1,9	1,5
	1980	- 9,9	12,9	- 2,1	0,9	1,0	- 0,1
Japon	1979	- 8,8	- 6,2	2,3	- 12,7	- 13,9	1,2
	1980	- 10,8	18,6	- 3,1	4,7	5,5	- 0,8
Norvège*	1979	- 1,0	1,7	0,6	1,3	1,3	- 0,0
	1980	1,0	- 0,0	0,9	1,9	2,0	- 0,1
Pays-Bas*	1979	- 2,3	2,0	- 0,2	- 0,5	- 0,7	0,2
	1980	- 2,8	5,3	- 1,5	1,0	1,7	- 0,7
Portugal	1979	- 0,0	- 0,2	0,6	0,4	0,1	0,3
	1980	- 1,1	0,2	1,3	0,4	- 0,0	0,4
Royaume-Uni	1979	- 3,3	- 0,2	4,9	1,4	1,8	- 0,4
	1980	6,6	- 8,6	- 0,3	- 2,3	0,2	- 2,5
Suède	1979	- 2,7	2,0	0,0	- 0,7	0,1	- 0,8
	1980	- 5,2	5,9	- 0,8	- 0,1	0,0	- 0,1
Suisse*	1979	2,4	- 13,1	8,6	- 2,1	- 1,3	- 0,8
	1980	- 0,2	- 7,1	6,7	- 0,6	- 0,8	0,2
Turquie	1979	- 1,2	0,5	0,6	- 0,1	- 0,1	- 0,0
	1980	- 2,7	2,8 ⁴	.	0,1	0,5	- 0,4
Yougoslavie*	1979	- 3,7	2,3	0,0	- 1,4	- 1,2	- 0,2
	1980	- 2,2	2,0 ⁴	.	- 0,2	0,1	- 0,3

* Les chiffres concernant les balances des paiements courants et les 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 monétaires 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 Comprend le poste «erreurs et omissions».

par l'évolution défavorable de la balance commerciale en termes réels. Le volume des exportations, en particulier, a diminué pour la première fois depuis trente ans, de 8% par rapport à 1979, selon les statistiques douanières. Outre la forte régression des exportations de véhicules automobiles, on a noté un fléchissement du volume des ventes à l'étranger de métaux, de textiles et d'habillement. Ce tassement des exportations italiennes, l'an dernier, reflète en partie une perte de compétitivité internationale, due à la hausse relativement forte des prix internes. En outre, le dynamisme de l'économie italienne, qui s'est traduit par une progression globale de 6½% de la demande interne, peut avoir incité certaines entreprises à réorienter une partie de leurs ventes du marché extérieur vers le marché intérieur. Quant aux importations, leur volume total a progressé de 2% et celui des produits non pétroliers de 4%. L'évolution défavorable du solde des échanges commerciaux en volume a été amplifiée par la détérioration de 7% des termes de l'échange, due à plusieurs facteurs, au premier rang desquels figure la hausse des prix du pétrole.

Les mouvements de capitaux identifiés font ressortir au total \$12,9 milliards d'entrées nettes en 1980, qui ont emprunté, à concurrence des deux tiers, le canal des banques, dont l'endettement extérieur net a augmenté de \$8,5 milliards. Dans le secteur non bancaire, les emprunts officiels se sont élevés à \$3,5 milliards en chiffres nets, et ont été contractés pour une part importante sur l'euro-marché. Les entrées nettes de capitaux identifiés ont été en partie compensées par le déficit de \$2,1 milliards du poste «erreurs et omissions», de sorte que la balance générale des paiements a dégagé un excédent de \$0,9 milliard, qui correspond en quasi-totalité au renforcement des réserves officielles.

Au premier trimestre de 1981, la persistance d'un déficit élevé en compte courant, conjuguée à des sorties nettes de capitaux, a pesé sur le cours de change de la lire, qui fut dévaluée de 6%, le 23 mars, au sein du Système monétaire européen. Selon des estimations provisoires, ce déficit des paiements courants s'établit à quelque \$3 milliards, les sorties nettes par l'intermédiaire des banques s'élèvent au total à \$1,2 milliard et la position monétaire officielle nette s'est aggravée de \$4,6 milliards.

En France, la détérioration de \$8,5 milliards de la balance des paiements courants en 1980 n'a guère été inférieure à celle qu'a enregistrée l'Allemagne, malgré un déficit nettement moins élevé cependant (\$7,4 milliards), tant en valeur absolue qu'en proportion du produit national brut. En outre, dans les deux pays, les mouvements de capitaux ont été fort différents. La France a enregistré au total \$14 milliards d'entrées nettes (y compris le poste «erreurs et omissions»), ce qui a permis un renforcement de \$6,6 milliards des réserves officielles nettes, compte non tenu de l'allocation de DTS.

La dégradation en compte courant a été entièrement imputable au déficit des échanges de marchandises qui a sextuplé, pour atteindre \$12 milliards. L'excédent traditionnel des transactions invisibles, en revanche, a progressé de \$1,5 milliard et a atteint \$4,6 milliards. Sur la base des statistiques douanières (importations c.a.f), qui fournissent des renseignements détaillés sur les échanges de marchandises, le déficit commercial s'est aggravé de \$13,8 milliards entre 1979 et 1980, passant de \$9,7 milliards à \$23,5 milliards. Cette détérioration est due pour l'essentiel à l'augmentation de \$11,5 milliards du déficit énergétique, étant donné que la réduction de 11% du tonnage des importations de pétrole brut a été compensée, et au-delà, par le relèvement

des prix de l'énergie importée et par l'accroissement quantitatif des importations d'autres produits énergétiques. Pour le reste, on note un quadruplement des exportations nettes de produits agro-alimentaires, qui sont passées à \$2,8 milliards, et un fléchissement de \$4,4 milliards de l'excédent des échanges de tous les autres produits. Les exportations françaises ont progressé au total de 2% en volume, l'an dernier, et les importations non énergétiques de 15%. Ces dernières se sont surtout développées dans les secteurs des métaux et produits métalliques, des biens d'équipement industriels et des biens de consommation durables, où leur volume s'est accru de quelque 20%. Les achats aux Etats-Unis et au Japon se sont renforcés d'un tiers environ en 1980; cette progression, qui est plus de deux fois supérieure à celle des achats à la CEE, est peut-être due à la dépréciation de la monnaie de ces deux pays par rapport au franc français en 1979.

Les mouvements de capitaux à long terme ont fait apparaître \$1,5 milliard de sorties nettes. Quant aux capitaux à court terme, ils se sont soldés par \$7,1 milliards d'entrées bancaires nettes et par un accroissement de \$2,9 milliards de l'endettement net du secteur privé non bancaire. Une proportion notable des entrées de fonds acheminés par les banques est venue renforcer les dépôts en francs français de non-résidents. L'évolution trimestrielle des mouvements de capitaux identifiés en 1980 a été dans une certaine mesure l'inverse de celle qui a été observée en Allemagne. Les plus fortes entrées nettes (\$6,7 milliards au total) ont été enregistrées au premier et au dernier trimestre de 1980, durant lesquels l'Allemagne a connu de très importantes sorties nettes de capitaux privés. Sur l'ensemble de l'année, le total des entrées nettes de fonds identifiés s'est élevé à \$8,4 milliards, auxquels il convient d'ajouter un solde favorable important (\$5,6 milliards) au poste «erreurs et omissions».

Selon des données provisoires concernant le premier trimestre de 1981, la balance des paiements courants accuse un déficit de \$2,4 milliards, contre \$3,3 milliards pour la période correspondante de 1980. Les mouvements de capitaux ont fait ressortir un excédent de \$4,1 milliards, dû presque totalement aux fortes entrées nettes qui ont eu lieu par le canal des banques; quant aux avoirs officiels nets, compte non tenu de l'allocation de DTS et de l'incidence des variations de change, ils se sont renforcés de \$1,7 milliard.

Aux *Pays-Bas*, le déficit des paiements courants est passé de \$2,3 milliards en 1979 à \$2,8 milliards en 1980. Les mouvements de capitaux (y compris le poste «erreurs et omissions») ont fait ressortir \$3,8 milliards d'entrées nettes, de sorte que les réserves officielles nettes (compte non tenu de l'incidence des variations de change et de l'allocation de DTS) se sont renforcées de \$1 milliard. La détérioration de la balance des opérations courantes provient du compte des transactions invisibles, dont le déficit s'est aggravé de \$0,7 milliard, par suite de l'augmentation des décaissements nets au titre des services et des transferts. Le solde passif des échanges commerciaux a, en revanche, été ramené de \$1,5 milliard à \$1,3 milliard, le tassement de l'activité économique interne ayant entraîné une amélioration de \$0,8 milliard, sur la base des statistiques douanières, de la balance des échanges de marchandises autres que le pétrole et le gaz. La balance énergétique s'est légèrement détériorée, principalement parce que les prix du gaz naturel n'ont été ajustés que partiellement et avec un certain retard aux augmentations du prix du pétrole.

Les entrées nettes de capitaux identifiés ont plus que doublé entre 1979 et 1980, passant de \$2 milliards à \$5,3 milliards. Les sorties nettes à long terme, qui s'étaient élevées à \$1,4 milliard en 1979, ont pratiquement disparu l'an dernier, en raison surtout de l'accroissement des entrées nettes au titre des investissements de portefeuille et de la réduction des sorties nettes d'autres capitaux privés à long terme. La progression de \$3,5 milliards en 1979 à \$5,3 milliards en 1980 des entrées nettes identifiées de capitaux à court terme a été imputable, essentiellement, à l'accroissement de \$1,8 milliard, à \$5,5 milliards, des entrées bancaires nettes, de sorte que la position nette en devises est devenue débitrice. Tout comme en France, les plus importantes entrées nettes de fonds se sont produites pendant le premier et le quatrième trimestre, durant lesquels l'Allemagne a, au contraire, enregistré d'importantes sorties nettes.

Le déficit des transactions courantes de l'*Union économique belgo-luxembourgeoise* est passé, entre 1979 et 1980, de \$3,3 milliards à \$5,9 milliards, soit 5% du produit national brut. Il a été couvert principalement par \$5,1 milliards d'entrées nettes de fonds acheminés par le secteur officiel. Sur ce total, un montant de \$4,2 milliards a représenté des emprunts compensatoires, en partie sous forme d'emprunts en devises de l'Etat auprès du système bancaire national, en partie sous forme de crédits en devises obtenus de l'étranger par des établissements du secteur public. On note, en outre, \$1,2 milliard d'entrées nettes de capitaux privés (y compris le poste «erreurs et omissions»), les entrées nettes par le canal des banques s'élevant au total à \$1 milliard, de sorte que la position monétaire officielle nette (compte non tenu de l'allocation de DTS) s'est renforcée de \$0,4 milliard en 1980.

Le déficit des échanges de marchandises s'est aggravé l'an dernier, passant de \$5 milliards à \$6,3 milliards, et l'excédent des services et transferts a fléchi de \$1,3 milliard, pour s'établir à \$0,4 milliard. Les statistiques douanières révèlent que le solde des échanges de produits pétroliers s'est détérioré de \$1,5 milliard, ce qui implique une très légère amélioration de celui des échanges de produits non pétroliers. Trois éléments principaux ont caractérisé la contraction sensible de l'excédent des opérations invisibles: la réduction des recettes nettes au titre des services liés aux échanges commerciaux, le retournement du solde des revenus tirés des investissements – des versements nets ont succédé aux recettes nettes – par suite de l'augmentation des décaissements d'intérêts sur la dette extérieure, et l'accroissement du déficit des transferts officiels.

La *Suède*, comme l'UEBL, a vu sa balance des paiements courants se détériorer sensiblement entre 1979 et 1980, le déficit de \$2,7 milliards enregistré en 1979 s'étant creusé, l'année dernière, pour atteindre \$5,2 milliards, ce qui correspond à 4,2% du produit national brut. Comme en Belgique, le déficit a été financé essentiellement par les emprunts à long terme de l'Etat à l'étranger, pour un montant total de \$5 milliards. Les autres opérations en capital, compte tenu du poste «erreurs et omissions», se sont traduites par \$0,1 milliard d'entrées nettes de fonds, et la position monétaire officielle nette (compte non tenu de l'incidence des variations de change et de l'allocation de DTS) s'est détériorée de \$0,1 milliard.

Le solde des échanges de marchandises s'est renversé, un excédent de \$0,8 milliard ayant fait place à un déficit de \$0,3 milliard. Les importations nettes de pétrole ont progressé de \$1,2 milliard, et la hausse des prix pétroliers a été en partie compensée par une réduction du volume des importations. La balance des échanges non

pétroliers n'a guère varié. L'amélioration des termes de l'échange, liée à l'appréciation de la couronne suédoise, a été annulée par l'aggravation de la position nette en termes réels. Les échanges commerciaux ont été sévèrement affectés par des conflits sociaux prolongés survenus au deuxième trimestre qui, selon les estimations, auraient fait baisser la production industrielle de quelque 2%. Le déficit des services et transferts s'est élargi de \$1,4 milliard, pour passer à \$4,9 milliards. Cette détérioration a porté pour moitié sur les revenus des investissements et s'explique essentiellement par l'alourdissement du coût du service de la dette extérieure.

En Suisse, la balance des paiements courants, qui dégagait en 1979 un excédent de \$2,4 milliards, s'est détériorée en 1980, accusant un léger déficit de \$0,2 milliard. En même temps, un mouvement compensateur encore plus important s'est produit au titre des opérations en capital, le total des sorties nettes (y compris les transactions non identifiées) étant tombé de \$4,5 milliards à \$0,4 milliard. Le fléchissement de \$0,6 milliard, l'an dernier, des avoirs officiels nets (y compris les swaps en dollars avec les banques commerciales) a donc été nettement moindre que la contraction de \$2,1 milliards enregistrée en 1979.

L'aggravation de la balance des opérations courantes est intervenue malgré la progression de \$2 milliards de l'excédent des transactions invisibles, qui a atteint \$6,7 milliards – et ce grâce à l'augmentation des recettes nettes au titre du tourisme, des revenus des investissements et des autres services. Le déficit des échanges de marchandises s'est fortement accru, passant de \$2,3 milliards à \$6,9 milliards, par suite en grande partie de la vigueur de la demande interne. Les importations non pétrolières (à l'exclusion de certains postes très instables) ont été supérieures en volume de 9% à celles de 1979, tandis que le volume des achats de produits pétroliers à l'étranger ne s'est contracté que de 2%, soit une réduction plus faible que dans la plupart des autres pays industrialisés. Le volume des exportations (abstraction faite, là aussi, de certains postes très instables) s'est accru de 5%, résultat remarquable qui, étant donné le marasme du commerce mondial, a été lié sans aucun doute à l'amélioration de la position concurrentielle depuis la fin de 1978.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, les sorties nettes identifiées sont tombées de \$13,1 milliards en 1979 à \$7,1 milliards l'an dernier. Cette contraction s'explique principalement par le fait que les avoirs extérieurs nets du système bancaire suisse, qui s'étaient accrus de \$7 milliards en 1979, n'ont pratiquement pas varié. La progression des avoirs extérieurs bruts des banques a été inférieure de \$3,5 milliards à celle de 1979, ce qui est certainement dû en partie à l'expansion vigoureuse du crédit interne, cependant que l'accroissement de \$3,4 milliards de leurs engagements à l'égard de l'étranger s'explique, dans une certaine mesure, par la suppression des restrictions sur la rémunération des avoirs en francs suisses des non-résidents. En dehors du secteur bancaire, les sorties nettes de capitaux identifiés sont passées de \$6,1 milliards en 1979 à \$7,1 milliards en 1980, ce qui traduit l'expansion des investissements à l'étranger en obligations et effets privés («notes») à long terme. La diminution des sorties nettes de capitaux identifiés a été partiellement compensée par le fléchissement de l'excédent des transactions non identifiées, qui est revenu de \$8,6 milliards à \$6,7 milliards.

Pour la deuxième année de suite, les sorties nettes de fonds par le canal bancaire et, partant, les variations des réserves officielles ont été sensiblement affectées par

l'élargissement des swaps en dollars conclus par les banques commerciales avec la Banque Nationale Suisse. En 1980, ces avoirs au titre de swaps se sont accrus de \$3,2 milliards, après une expansion de \$2,9 milliards en 1979. A la fin de 1980, le montant en dollars détenu par la Banque Nationale Suisse au titre des swaps s'élevait à \$7,6 milliards, soit la moitié du montant total des réserves de change officielles.

La balance des paiements courants du *Canada* s'est nettement redressée en 1980, puisque le déficit a été réduit de \$4,3 milliards à \$1,3 milliard. Le total des entrées nettes de capitaux identifiés a toutefois continué à fléchir, passant de \$6,7 milliards à \$2,8 milliards, du fait surtout du niveau élevé des taux d'intérêt aux Etats-Unis; on a relevé, en outre, \$2,2 milliards de sorties nettes non identifiées. La balance générale des paiements du Canada s'est donc soldée par un léger déficit de \$0,7 milliard.

Cette amélioration de la balance des paiements courants, dont le déficit a été le plus faible depuis six ans, s'explique, et au-delà, par le doublement de l'excédent du commerce extérieur, qui a été porté de \$3,4 milliards à \$6,8 milliards. Le seul grand secteur dans lequel la balance des échanges commerciaux se soit détériorée, l'an dernier, a été celui du pétrole brut et du gaz naturel, où l'excédent de \$0,9 milliard enregistré en 1979 a totalement disparu, l'expansion des ventes de gaz naturel ayant été plus que compensée par l'alourdissement de la facture du pétrole brut. La valeur des exportations de blé a, en revanche, progressé de \$1,4 milliard par suite de l'évolution favorable tant des volumes que des prix, et le déficit des échanges de produits de l'industrie automobile avec les Etats-Unis s'est réduit de \$0,8 milliard, en raison de la baisse des importations canadiennes en provenance de ce pays. Pour les autres postes de la balance commerciale, l'excédent a notablement augmenté (de \$3,2 milliards à \$5,3 milliards). Cette évolution traduit l'amélioration de la position concurrentielle du Canada consécutive à la dépréciation du dollar canadien en 1977 et en 1978, ainsi que le ralentissement de la croissance économique interne. L'expansion en volume des importations autres que les produits de l'industrie automobile américaine et le pétrole s'est ralentie de 11% en 1979 à 3% en 1980; quant aux exportations – à l'exclusion des ventes de véhicules automobiles aux Etats-Unis, de blé, de pétrole et de gaz – leur progression a atteint 6% en volume malgré, là aussi, un fléchissement par rapport à l'année précédente. Le déficit des opérations courantes autres que les échanges de marchandises a été, avec \$8,1 milliards, un peu plus élevé qu'en 1980, par suite de l'accroissement de \$0,2 milliard des versements nets au titre des intérêts et dividendes, qui se sont établis au total à \$4,8 milliards.

Pour ce qui est des mouvements de capitaux, le principal fait observé en 1980 a été la contraction de \$4,3 milliards à \$1,6 milliard des entrées nettes à court terme, due au fait que les taux d'intérêt à court terme ont moins progressé au Canada qu'aux Etats-Unis en 1980. Par moments, d'ailleurs, la rémunération de certains placements à court terme au Canada a été inférieure à celle que procuraient des titres comparables libellés en dollars EU. Comme le gouvernement fédéral n'a procédé à aucun emprunt sur le marché international des capitaux alors qu'un montant de \$1,4 milliard avait été collecté de cette manière en 1979, les entrées nettes de fonds à long terme sont tombées de \$2,4 milliards à \$1,2 milliard. L'accroissement de \$1,5 milliard des achats nets, par les non-résidents, de valeurs mobilières canadiennes à long terme a été compensé par l'augmentation des sorties nettes au titre des investissements directs et des autres

transactions à long terme. Compte non tenu de l'allocation de DTS et des additions aux réserves de change (\$0,7 milliard au total) résultant du produit des ventes d'or effectuées par les autorités, la position créditrice officielle nette s'est détériorée de \$0,7 milliard.

Le déficit consolidé des paiements courants des *pays développés extérieurs à l'ensemble Groupe des Dix et Suisse* s'est aggravé de \$10,5 milliards en 1980, pour se situer à \$24,1 milliards. Le déficit des échanges commerciaux de ce groupe est passé de \$24,6 milliards à \$32,5 milliards, cependant que son excédent au titre des transactions invisibles fléchissait de \$11 milliards à \$8,4 milliards. La détérioration en compte courant de loin la plus forte s'est produite en Espagne, où l'excédent de \$1,1 milliard a fait place à un déficit de \$5,1 milliards. Le volume des importations pétrolières ne s'étant pas réduit, la modification des transactions courantes de l'Espagne est attribuable pour l'essentiel à l'alourdissement de \$5 milliards de la facture pétrolière. En outre, les déficits des paiements courants de l'Australie et de l'Autriche se sont élargis, passant respectivement de \$2 milliards et \$1,9 milliard à \$3,7 milliards et \$3,6 milliards, tandis que ceux de la Finlande et de la Turquie se sont accrus respectivement de \$0,2 milliard et \$1,2 milliard à \$1,4 milliard et \$2,7 milliards. L'augmentation des prix du pétrole a, en revanche, contribué à l'amélioration de \$2 milliards de la balance des paiements courants de la Norvège alors que le Danemark et la Yougoslavie ont réduit leur déficit.

Comme en 1979, les entrées consolidées de capitaux enregistrées par ces pays ont surcompensé le déficit des paiements courants, de sorte que les réserves globales de ce groupe (or non compris) se sont renforcées de \$4,3 milliards. De plus, l'expansion des entrées de fonds, l'an dernier, a été plus forte que celle du déficit des opérations courantes, ce qui a permis une progression des réserves supérieure de \$2,1 milliards à celle de 1979. L'afflux additionnel de capitaux a résulté en grande partie du recours accru de ces pays au système bancaire international. En 1980, leurs emprunts nets aux banques commerciales de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse ainsi qu'aux succursales des banques américaines dans les centres offshore des Caraïbes et d'Extrême-Orient se sont élevés au total à \$11 milliards, soit deux fois plus qu'en 1979. L'argent frais procuré par l'émission d'obligations internationales a représenté au total \$7 milliards, c'est-à-dire \$1 milliard de moins qu'en 1979. En ce qui concerne les opérations avec le Fonds monétaire international, les importants tirages nets opérés par la Turquie (\$0,5 milliard) et par la Yougoslavie (\$0,4 milliard) ont été compensés par des remboursements effectués par l'Australie, la Nouvelle-Zélande, l'Afrique du Sud, la Grèce et le Portugal; en 1980, le recours de ce groupe considéré dans son ensemble aux crédits du FMI a donc été nul en chiffres nets.

Evolution des balances des paiements dans les pays en voie de développement non producteurs de pétrole

On estime que le déficit commercial consolidé des pays en développement non producteurs de pétrole, l'an dernier, s'est accru d'environ \$15 milliards et qu'il a ainsi atteint un montant global de \$48 milliards. En volume, la balance commerciale s'est améliorée, les exportations ayant progressé au total de 8½% – soit presque aussi rapidement qu'en 1979 – tandis que le rythme d'expansion des importations est tombé de 12% à 6%. L'ensemble des recettes d'exportation s'est également renforcé, du fait

d'une hausse de 14% de leur valeur unitaire mais, comme celle des importations a augmenté de 21%, il en est résulté une détérioration de 6% des termes de l'échange, qui a plus que compensé l'évolution favorable de la balance commerciale en termes réels. Outre l'élargissement du solde négatif de la balance commerciale, le groupe a enregistré une aggravation du déficit de ses transactions invisibles, qui est passé de \$6 milliards à \$13 milliards. Cette dégradation a été due à l'alourdissement, l'an dernier, de l'endettement extérieur de ces pays, auquel s'est ajoutée la vive hausse des taux d'intérêt sur les marchés des capitaux internationaux. On estime que, pour la seule dette extérieure à long terme, les décaissements des pays en développement non pétroliers au titre des intérêts se sont accrus de quelque \$14 milliards entre 1978 et 1980, ce qui est légèrement supérieur à l'augmentation du déficit total de leurs transactions invisibles au cours de ces deux années.

Les entrées de capitaux identifiés dans les pays en développement non pétroliers ont augmenté beaucoup moins en 1980 que le déficit de leurs opérations courantes; en effet, de \$53 milliards en 1979, elles sont passées à \$65 milliards, de sorte que le total des réserves monétaires de ces pays (or non compris), qui s'était renforcé de \$9,5 milliards en 1979, a accusé un faible fléchissement de près de \$1 milliard l'an dernier. Les entrées nettes au titre des investissements directs ont dû avoisiner \$6 milliards au total, comme en 1979, mais les emprunts à l'extérieur se sont nettement renforcés. Les nouveaux fonds obtenus auprès de créanciers officiels, y compris les organisations internationales, se sont accrus, selon les estimations, de \$7 milliards d'une année sur l'autre, pour s'établir au total à \$18 milliards. Le recours net au FMI s'est élevé à \$3,4 milliards (y compris les prêts du Fonds fiduciaire) contre \$1,1 milliard en 1979. Le montant brut des emprunts contractés auprès des banques commerciales des pays du Groupe des Dix et de Suisse, et des succursales des banques américaines des centres offshore des Caraïbes et d'Extrême-Orient, est ressorti à \$37,6 milliards, contre \$35 milliards un an auparavant, la part des emprunts à court terme s'étant élargie au détriment de celle des crédits bancaires consortiaux.

Balances des paiements des pays de l'OPEP et placement de l'excédent de ce groupe

Selon les estimations, l'excédent des opérations courantes des pays de l'OPEP a été porté de \$65 milliards en 1979 à \$108 milliards l'an passé, en dépit d'une contraction prononcée du volume des exportations de pétrole et d'une expansion du volume des importations de l'OPEP. En termes réels, le changement le plus important a concerné les importations qui, après avoir baissé de 12% en 1979 (principalement à cause de l'interruption des ventes à l'Iran), se sont accrues de 16% l'année dernière. Les exportations, quant à elles, ont marqué l'an dernier un fléchissement de 13%, contre une légère augmentation en 1979. Les chiffres du commerce mondial figurant au tableau de la page 83 font ressortir une réduction de l'excédent commercial de l'OPEP entre le premier semestre (\$85 milliards) et le second (\$79 milliards); cet écart aurait été certainement plus important, s'il n'y avait eu le conflit entre l'Iraq et l'Iran, qui a ralenti la progression des importations totales de l'OPEP; en ce qui concerne les exportations, la baisse des livraisons de pétrole de ces deux pays a été compensée dans une large mesure par l'accroissement de la production des autres membres de l'OPEP.

Répartition de l'excédent des pays de l'OPEP disponible à des fins d'investissement, 1974-75 et 1979-80 (estimations)¹

Postes	1974	1975	1979	1980
	en milliards de dollars EU			
Excédent identifié disponible à des fins d'investissement	53,2	35,2	60,6	87,0
Placements à court terme	36,6	9,5	43,2	42,5
<i>dont:</i>				
aux Etats-Unis ²	9,4	1,1	8,3	0,2
au Royaume-Uni ²	18,2	3,4	16,2	16,1
(<i>dont:</i> dépôts en euro-monnaies)	(13,8)	(4,1)	(14,8)	(14,8)
dans les autres pays industrialisés ³	9,0	5,0	18,7	26,2
Investissements à long terme	16,6	25,7	17,4	44,5
<i>dont:</i>				
aux Etats-Unis	2,3	8,5	- 1,5	14,3
au Royaume-Uni	2,8	0,9	1,0	2,0
dans les autres pays industrialisés	3,1	5,8	8,7	16,7
auprès des organismes internationaux ⁴	3,5	4,0	- 0,4	4,9
dans les pays en voie de développement	4,9	6,5	9,6	6,6

Source: Banque d'Angleterre.

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

Les données disponibles font ressortir une expansion de \$87 milliards des investissements identifiés réalisés en 1980 à l'étranger par les pays de l'OPEP; l'excédent investi se répartit de façon à peu près égale entre les placements à court terme sous forme de dépôts bancaires et d'instruments du marché monétaire et les investissements à plus long terme. La répartition, l'an passé, des nouveaux placements par l'OPEP d'avoirs extérieurs identifiés contraste à double titre avec celle de 1979. En premier lieu, la proportion des nouveaux investissements à long terme, qui représentent plus de la moitié des placements, a presque doublé par rapport à l'année précédente. En second lieu, des changements notables se sont produits dans la répartition géographique des investissements à court et à long terme au sein des pays industrialisés. Si le montant des nouveaux placements à court terme au Royaume-Uni n'a pas varié, on constate, en revanche, l'absence quasi totale de placements à court terme aux Etats-Unis en 1980 et un accroissement prononcé dans les autres pays industrialisés. De ce fait, la part des «autres pays industrialisés» dans l'ensemble des placements à court terme des fonds de l'OPEP a progressé de 43% en 1979 à 62% en 1980. Les investissements à long terme identifiés de l'OPEP sont passés de \$17,4 milliards à \$44,5 milliards d'une année sur l'autre. Les placements au Royaume-Uni s'étant élevés à \$2 milliards, la majeure partie des nouveaux investissements à long terme a été réalisée aux Etats-Unis, où les avoirs de cette nature détenus par les pays de l'OPEP avaient légèrement fléchi en 1979, ainsi que dans les autres pays industrialisés, où les entrées de capitaux, avec \$16,7 milliards, ont presque doublé par rapport à 1979.

Si l'on considère l'ensemble des placements à court et à long terme, on note que le montant investi dans les pays industrialisés autres que les Etats-Unis et le Royaume-Uni s'est élevé de \$27,4 milliards en 1979 à \$42,9 milliards en 1980. L'utilisation accrue des marchés des capitaux de ces autres pays, tous confrontés à des déficits en

compte courant, permet de conclure qu'une part plus importante de l'excédent des pays de l'OPEP disponible à des fins d'investissement a été directement recyclée vers les pays déficitaires. Cela n'a pas été vrai toutefois pour les pays en voie de développement déficitaires. Les investissements à long terme identifiés dans ces pays ont en effet diminué l'an dernier. Même si l'on tient compte des investissements réalisés auprès des organismes internationaux, dont la majeure partie a vraisemblablement été reprêtée aux pays en développement, il apparaît que le flux des fonds de l'OPEP en direction de ces pays ne s'est accru que dans de très modestes proportions.

Une rapide comparaison de la répartition des placements identifiés des fonds excédentaires de l'OPEP en 1974-75 et en 1979-80 fait apparaître deux évolutions. Tout d'abord, la part des pays industrialisés dans le total des investissements de l'OPEP est passée de 79% durant la première période à 86% en 1979-80. Ensuite, on observe une nette tendance vers une diversification géographique plus poussée des investissements au sein des pays industrialisés. La part des avoirs acquis aux Etats-Unis et au Royaume-Uni s'est réduite, entre les deux périodes, de 24% à 14% et de 29% à 24% respectivement, tandis que celle des investissements des pays de l'OPEP dans les autres pays industrialisés a été portée de 26% à 48% par rapport à l'excédent total disponible à des fins d'investissement.

VI. MARCHÉS INTERNATIONAUX DU CRÉDIT ET DES CAPITAUX

L'année 1980 a connu une forte expansion des marchés financiers internationaux. Dans un contexte caractérisé par le niveau anormalement élevé et instable des taux d'intérêt aux Etats-Unis, l'agitation sur les marchés des changes ainsi qu'une situation économique et politique fort incertaine, le secteur bancaire international est resté un débouché privilégié pour les excédents de l'OPEP; c'est également lui qui a constitué la principale source de crédit pour les pays industrialisés et, après quelque hésitation au cours des premiers mois de 1980, pour les pays en voie de développement. Bien que certains emprunteurs aient reçu un accueil moins favorable sur le marché, les conditions de prêt sont, dans l'ensemble, restées aisées; de plus, il n'y a pas eu pénurie de fonds et l'on n'a guère constaté de signes de ralentissement généralisé de l'expansion des marchés. Tout en décrivant cette situation, ce chapitre passe en revue le rôle important du recyclage assumé par les banques internationales depuis 1974 et évalue les perspectives d'évolution dans ce domaine.

Aperçu général

En dollars courants, les créances extérieures des banques des pays du Groupe des Dix, de Suisse, d'Autriche, du Danemark et d'Irlande; ainsi que des succursales des banques américaines dans les centres offshore des Caraïbes et d'Extrême-Orient se sont accrues l'an dernier de \$212 milliards, soit d'un peu moins de 20%, pour atteindre un total de \$1.323 milliards. Les chiffres correspondants pour 1979 sont \$218 milliards et 24%. Il convient toutefois de remarquer que l'augmentation de 1980 est sous-évaluée, en raison de l'incidence de l'appréciation de la monnaie américaine sur la valeur en dollars courants des avoirs des banques en monnaies telles que le deutsche mark et le franc suisse, alors qu'en 1979 les variations de change avaient eu pour effet de surévaluer l'accroissement. De plus, les duplications d'écritures résultant des dépôts successifs entre banques déclarantes ont un peu moins gonflé les totaux en 1980 qu'en 1979. Après correction de ces influences, on peut estimer à quelque \$165 milliards, ou 26%, la croissance effective des crédits bancaires internationaux en 1980, contre une augmentation estimée à \$125 milliards, ou 24%, pour 1979.

Sur le marché des obligations internationales, le volume des nouvelles émissions s'est accru de \$4,7 milliards, pour se situer à \$22,5 milliards. En revanche, les emprunts étrangers sur les marchés nationaux se sont, semble-t-il, ressentis de l'inversion des courbes de rendement, de l'instabilité des taux d'intérêt et de l'incertitude entourant l'évolution des cours de change, de sorte que leur volume a fléchi de \$4,2 milliards, pour revenir à \$15,8 milliards. De ce fait, le volume global des émissions internationales est resté plus ou moins inchangé. Si l'on exclut les amortissements d'emprunts antérieurs ainsi que les duplications d'écritures résultant de l'émission ou de l'acquisition d'obligations par les banques elles-mêmes, on peut estimer que les marchés internationaux des obligations ont ajouté l'an dernier \$21 milliards de moyens de financement à ceux qui ont été obtenus sous forme de crédits bancaires, ce qui porte l'augmentation totale des prêts internationaux en 1980 à environ \$186 milliards.

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

Prêteurs	Variations			Encours 1980
	1978	1979	1980	
	en milliards de dollars EU			
Banques situées dans les pays européens déclarants ¹	+ 145,2	+ 164,6	+ 126,9	902,9
<i>dont: en monnaies étrangères (euro-marché)</i>	+ 117,2	+ 137,7	+ 111,5	751,2
Banques situées au Canada et au Japon	+ 16,2	+ 15,1	+ 30,1	101,2
Banques situées aux Etats-Unis	+ 38,2	+ 16,8	+ 40,9	176,9
Succursales des banques américaines situées dans les centres offshore ²	+ 15,4	+ 21,1	+ 14,5	142,1
Total	+ 215,0	+ 217,6	+ 212,4	1.323,1
moins: duplications d'écritures attribuables aux dépôts successifs entre banques déclarantes	105,0	87,6	67,4	513,1
moins: incidence des variations de change	20,0	5,0	- 20,0	.
A = Nouveaux prêts bancaires internationaux (chiffres nets) ³	90,0	125,0	165,0	810,0
Emissions d'euro-obligations et d'obligations étrangères	37,5	37,8	38,3	.
moins: amortissements et rachats ⁴	8,5	9,3	9,3	.
B = Nouveaux financements sous forme d'obligations internationales (chiffres nets)	29,0	28,5	29,0	.
A + B = Montant total des nouveaux financements sous forme de prêts bancaires et d'obligations	119,0	153,5	194,0	.
moins: duplications d'écritures ⁵	6,0	7,5	8,0	.
Montant total net des nouveaux financements sous forme de prêts bancaires et d'obligations	113,0	146,0	186,0	.

¹ Allemagne fédérale, Autriche, Belgique-Luxembourg, Danemark, France, Irlande, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse. ² Bahamas, îles Caïmans, Panama, Hong Kong et Singapour. ³ Calculés à taux de change constants en fin de période; en plus des créances directes sur les utilisateurs finals, ces estimations couvrent un certain nombre de positions interbancaires: premièrement, des créances sur des banques sises à l'extérieur de la zone déclarante, c'est-à-dire en dehors des centres financiers et des centres offshore, car on admet que ces banques «périphériques» n'emprunteront pas, dans la plupart des cas, les fonds à des banques situées dans les centres financiers en vue de les redéposer simplement auprès d'autres banques de ces mêmes centres; deuxièmement, des créances sur des banques à l'intérieur de la zone déclarante, dans la mesure où ces banques convertissent les fonds en monnaie nationale et/ou les utilisent pour octroyer directement des prêts en monnaies étrangères à des clients nationaux; troisièmement, une grande partie des créances en monnaies étrangères sur des banques établies dans le pays d'émission de la devise concernée, par exemple des créances en dollars de banques londoniennes sur des banques situées aux Etats-Unis; là encore, on suppose que les banques emprunteuses se procurent les fonds essentiellement à des fins nationales et non pour les reprêter à d'autres banques de la zone déclarante; une déduction est toutefois opérée pour tenir compte des fonds de roulement et d'autres postes semblables. S'il est impossible d'exclure dans ces estimations tout élément de duplications d'écritures, il convient de noter, en revanche, que les statistiques comportent des lacunes et que les chiffres disponibles présentement ne couvrant 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 internationales de crédit.

Au sein du secteur bancaire, les avoirs extérieurs des banques sises au Japon, au Canada et aux Etats-Unis ont enregistré l'an passé une expansion particulièrement forte (+45%, +39% et +30% respectivement). Dans les pays européens déclarants, le taux de progression des avoirs des banques est tombé de 27% en 1979 à 16%, et leur part dans le total des nouveaux avoirs extérieurs a fléchi de 76% à 60%, bien que ce recul

soit amplifié par l'incidence des variations de change. Les avoirs des succursales des banques américaines dans les centres offshore des Caraïbes et d'Extrême-Orient se sont développés assez lentement (+11%), mais il semble que les avoirs extérieurs des autres banques opérant dans les centres offshore précités et des banques sises dans des centres offshore non couverts par les statistiques de la BRI aient continué de croître à une allure rapide; en chiffres ronds, ils se seraient, selon les estimations, renforcés d'environ \$40 milliards, qui viennent s'ajouter à l'expansion de \$212 milliards enregistrée pour les avoirs des banques déclarantes.

Principaux facteurs d'influence

Une fois encore, le développement accéléré du volume du crédit bancaire international l'an dernier ne s'est pas accompagné d'un resserrement général des conditions du marché. Le niveau particulièrement élevé atteint par moments en 1980 par les taux d'intérêt à court terme en dollars a surtout reflété l'évolution monétaire aux Etats-Unis et n'a pas été symptomatique de l'existence de tensions sur le marché. Bien que, pour certains emprunteurs confrontés à une grave détérioration de leur situation extérieure des paiements, le marché ait été moins réceptif, les banques ont continué activement à rechercher des clients de premier rang, et les marges qui leur ont été appliquées sont restées aux niveaux peu élevés de 1979, quand elles n'ont pas légèrement fléchi. Aucune pénurie de ressources pour l'octroi de nouveaux prêts n'a été constatée, et les impulsions expansionnistes sur les marchés financiers internationaux paraissent avoir été au moins aussi fortes côté origines que côté emplois.

Si l'on examine d'abord l'offre de ressources, on constate que l'élément expansionniste le plus important a encore été l'excédent considérable de l'OPEP, qui s'est renforcé de \$45 milliards environ pour atteindre, selon les estimations, \$110 milliards. Après élimination de l'incidence des variations de change, les nouveaux dépôts identifiés des pays de l'OPEP auprès des banques déclarantes ont totalisé \$41,5 milliards, soit \$4,5 milliards de plus qu'en 1979. Le fait que cette augmentation a été beaucoup plus faible que l'accroissement de l'excédent de l'OPEP peut traduire non seulement un changement d'orientation de la politique d'investissement de ces pays en faveur des placements à plus long terme, mais également une certaine crainte des banques d'être trop tributaires de cette source de financement.

Une seconde source très importante d'approvisionnement en capitaux a été constituée par les banques des Etats-Unis, dont les avoirs extérieurs se sont accrus d'environ \$17 milliards à \$41 milliards. Cette expansion a coïncidé, en outre, avec un brusque ralentissement de la progression de leurs engagements extérieurs, de sorte que ces établissements de crédit, qui avaient absorbé un total net de \$21 milliards de capitaux étrangers en 1979 ont été, en 1980, exportateurs nets de ressources à concurrence de \$33 milliards. Il ne fait aucun doute que ce revirement de \$54 milliards, supérieur même à l'augmentation de l'excédent de l'OPEP, a été l'une des principales raisons de l'aisance qui a continué de régner sur les marchés financiers internationaux, l'an dernier, et de l'absence générale de problèmes de financement extérieur dans les autres pays non membres de l'OPEP.

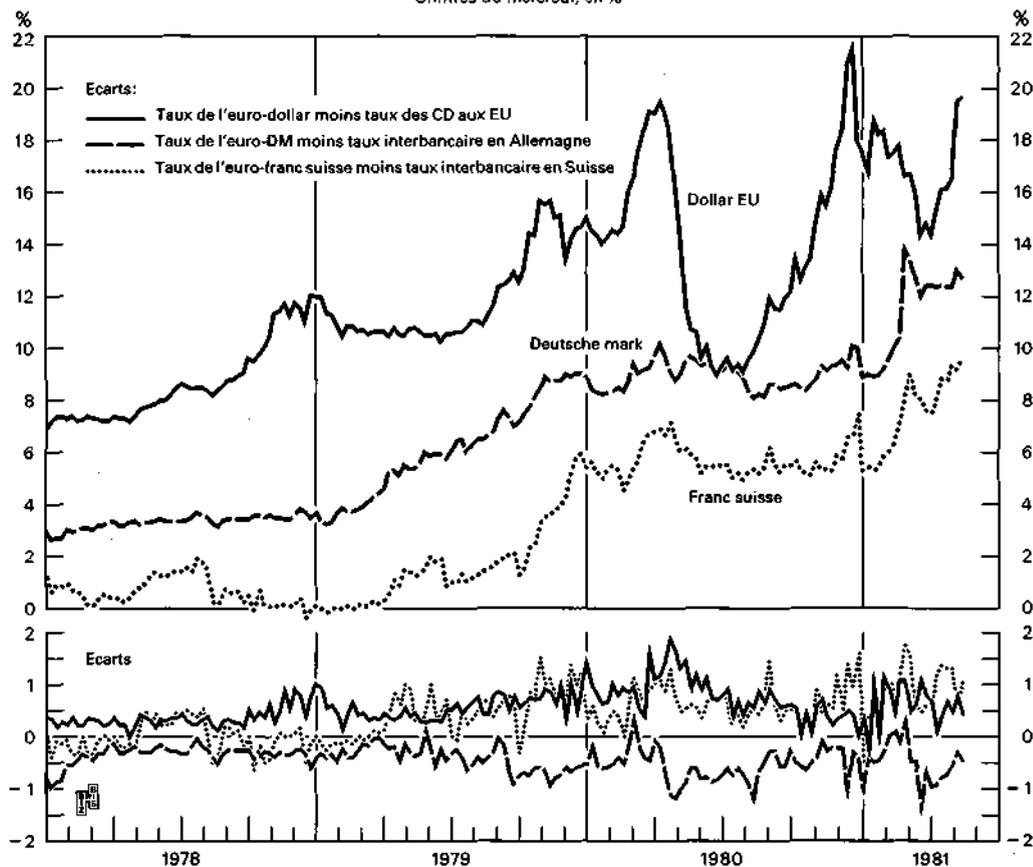
En troisième lieu, le niveau élevé des taux des euro-dépôts, l'accentuation de l'inversion des courbes de rendement et les incertitudes qui en ont résulté sur les

marchés des obligations ont contribué à maintenir un afflux important de fonds non bancaires sur le marché bancaire international.

Enfin, l'accélération de l'activité de prêt en 1980 a été possible grâce aux efforts constants des grandes banques commerciales pour développer leurs opérations avec l'étranger. Il est certain que l'affaiblissement conjoncturel de la demande de crédit interne et les restrictions administratives apportées dans quelques pays à la croissance du crédit bancaire interne ont favorisé cette extension. Cependant, un important facteur d'influence de caractère structurel à plus long terme, déjà perceptible au cours des années précédentes, a été la faiblesse persistante de la demande de crédit des entreprises de premier rang à laquelle les grandes banques commerciales de quelques pays industrialisés importants ont été confrontées sur le marché interne. Une autre impulsion expansionniste a été fournie par la présence croissante, dans le circuit bancaire international, de banques arabes dotées de nouvelles ressources financières.

Il est vrai que les vicissitudes de la crise iranienne, certains événements politiques et les implications financières potentielles sur le plan international de la hausse des prix du pétrole en 1979 ont amené les banques, au début de 1980, à prendre davantage conscience des risques encourus, en particulier des risques-pays. Cette attitude s'est

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



cependant traduite par une sélectivité accrue plutôt que par une contraction générale de leur activité. Dans les cas où il est devenu plus difficile de répartir la participation aux opérations de crédit entre de nombreuses banques de moindre importance, les grandes banques ont eu recours aux «club loans» ou aux prêts bilatéraux. Pour ce qui est de ces grands établissements, leur réticence à accroître encore leurs risques vis-à-vis de certains pays a été toutefois contrebalancée par l'importance qu'ils ont attribuée au maintien des relations d'affaires établies antérieurement avec ces clients. Quant à l'attitude des pouvoirs publics envers les risques engendrés par une nouvelle expansion de l'activité internationale des banques, si les autorités de contrôle se sont soucies de maintenir ou de renforcer les normes sur les risques-pays des banques et les ratios financiers, les gouvernements ont, à l'occasion, sollicité la participation des banques commerciales au financement de projets ou de transactions commerciales dans les pays en voie de développement.

Du côté de l'utilisation des ressources des marchés internationaux des capitaux, le principal facteur expansionniste de la demande de crédits bancaires dans le monde a été l'excédent de paiements de l'OPEP, de par son incidence sur les besoins de financement des balances des paiements des autres pays. Plus de la moitié du déficit consolidé des transactions courantes des pays n'appartenant pas à l'OPEP s'est concentrée sur les pays développés autres que les Etats-Unis. Dans la mesure où ces pays n'ont pas bénéficié directement de fonds provenant des excédents de l'OPEP, ils n'ont, à quelques exceptions près, guère éprouvé de difficultés pour se procurer les concours nécessaires sur les marchés internationaux des capitaux. En outre, une fraction substantielle de la demande globale de crédit international émanant du secteur privé non bancaire des pays en cause a été motivée par des considérations de coût, de facilité d'obtention des fonds et de taux de change, plutôt que par des facteurs liés d'une façon ou d'une autre au financement de la balance des paiements. Du fait de l'orientation plus restrictive de la politique monétaire interne et de l'instabilité des taux d'intérêt, les emprunteurs de ces pays ont eu largement la possibilité de procéder à des arbitrages entre le secteur du crédit interne et celui des prêts internationaux.

Les besoins de financement des balances des paiements des pays en développement non pétroliers se sont aussi fortement accrus l'an dernier et, une fois de plus, les statistiques font ressortir une accélération des nouveaux prêts consentis à ces pays par les banques déclarantes, tant sur l'ensemble de l'année 1980 qu'en cours d'année. Toutefois, les nouvelles facilités ont été essentiellement accordées à un nombre limité de pays relativement développés; le Mexique, à présent exportateur net de pétrole, a bénéficié à lui seul de 27% du total des crédits. De plus, un certain nombre de pays en voie de développement ont été contraints, pour obtenir les concours financiers requis, d'accepter des conditions de prêt moins favorables qu'en 1979, notamment un élargissement des marges et un raccourcissement des échéances. En outre, bien que le total des prêts bancaires aux pays en développement non pétroliers ait été plus élevé en 1980, le rythme d'octroi à ces pays de crédits consortiaux publiés s'est ralenti. On peut donc penser qu'ils ont dû recourir de façon croissante au financement à court terme ainsi qu'aux emprunts bilatéraux et aux crédits non publiés, pour lesquels il leur était peut-être moins difficile d'accepter des conditions plus favorables aux banques prêteuses. En outre, alors qu'en 1979 les emprunts auprès du secteur bancaire international avaient permis aux pays en développement non membres de l'OPEP de renforcer

leurs réserves de change globales d'un montant de \$8 milliards, plusieurs pays emprunteurs ont été contraints, en 1980, de recourir à leurs réserves, et les avoirs officiels de change de l'ensemble des pays en voie de développement ont marqué un fléchissement de \$2 milliards. Enfin, alors que les chiffres publiés des emprunts émis en 1979 avaient été fortement gonflés par des opérations de refinancement anticipé de dettes à des conditions plus favorables aux emprunteurs, ce genre d'opérations ne s'est pas poursuivi en 1980.

Un facteur qui a eu tendance l'an dernier à contenir la demande effective, mais non les besoins de crédits bancaires internationaux, a été le niveau élevé, déterminé par des facteurs exogènes, des taux d'intérêt en dollars. A la différence des entreprises américaines, les Etats souverains qui contractent un emprunt ne peuvent bénéficier d'aucune déduction d'impôts sur les versements d'intérêts. En outre, des taux d'intérêt élevés sont particulièrement contraignants lorsqu'ils en arrivent à dépasser le taux de hausse des prix à l'exportation du pays emprunteur et lorsqu'ils vont de pair, comme ce fut le cas l'an dernier avec le dollar, avec une appréciation de la monnaie dans laquelle la dette est libellée. Tout porte à croire que, dans les premiers mois de 1980, la hausse exceptionnellement forte des taux d'intérêt en dollars a exercé un puissant effet de contraction sur la demande d'emprunts internationaux. Au quatrième trimestre de l'année, cependant, lorsque les taux d'intérêt américains atteignirent une fois de plus des niveaux records, les emprunteurs internationaux ont sans doute estimé que la période de taux d'intérêt réels peu élevés voire, dans certains cas, négatifs était terminée et, comme il n'y avait guère d'autre alternative, ils ont décidé de faire contre mauvaise fortune bon cœur.

Ensemble des flux bancaires internationaux: origines et emplois*

En 1980, les prêts bancaires internationaux accordés tant à l'intérieur qu'à l'extérieur de la zone déclarante ont atteint un volume considérable. Sur la progression totale de \$212 milliards des avoirs extérieurs des banques, quelque \$140 milliards ont représenté des créances entre pays au sein de la zone déclarante elle-même, ces chiffres étant, comme d'habitude, fortement gonflés par les dépôts successifs de fonds entre banques déclarantes. Déduction faite des duplications d'écritures qui en ont résulté, les nouveaux prêts au sein de la zone déclarante peuvent être estimés à \$80 milliards environ en dollars courants, ou à \$90 milliards si l'on élimine l'incidence des variations de change.

Sur ce total corrigé, près de \$40 milliards correspondent à des fonds externes affectés par les banques elles-mêmes à des prêts en monnaie nationale à leur clientèle résidente, tandis que leurs crédits directs au secteur non bancaire se sont élevés au total à \$50 milliards environ. Les plus gros emprunteurs non bancaires de capitaux étrangers au sein de la zone déclarante ont été – sur une base corrigée de l'incidence des variations de change – d'une part, le secteur non bancaire allemand, qui s'est procuré \$12 milliards de ressources au cours des trois premiers trimestres, avant de rembourser \$1,5 milliard au dernier et, d'autre part, le secteur non bancaire italien, qui a obtenu

* Sauf indication contraire, les chiffres figurant dans cette section ne sont pas corrigés de l'incidence des variations des cours de change du dollar EU par rapport aux autres monnaies.

**Répartition géographique des positions extérieures des banques
de la zone déclarante et de certaines succursales
offshore des banques américaines¹**

	1978	1979		1980			
	décembre	juin	décembre	mars	juin ²	septembre	décembre
en milliards de dollars EU							
Créances des banques sur:							
pays du Groupe des Dix, Suisse, Autriche, Danemark et Irlande	466,9	490,2	587,7	599,1	644,1	658,2	704,0
<i>dont: zone européenne déclarante</i>	359,9	363,1	437,3	434,0	474,6	481,8	522,3
<i>Etats-Unis</i>	53,0	70,8	81,9	89,9	87,0	88,9	89,1
<i>Canada</i>	15,9	16,8	19,2	19,6	21,8	22,6	23,5
<i>Japon</i>	38,1	39,5	49,3	55,6	60,7	64,9	69,1
Centres financiers offshore ³	123,5	132,9	155,6	157,4	168,8	179,2	187,5
Autres pays d'Europe occidentale	50,4	52,4	58,7	59,0	65,2	67,1	70,1
Afrique du Sud, Australie et Nouvelle-Zélande	13,5	13,8	13,7	12,8	14,5	14,7	15,5
Europe de l'Est	47,5	49,5	55,9	53,3	57,6	58,1	59,8
Pays de l'OPEP ⁴	56,4	57,7	64,1	59,9	63,2	66,0	70,0
Autres pays en voie de développement	120,8	135,8	157,1	158,1	172,3	183,6	195,0
<i>dont: Amérique latine⁵</i>	79,9	88,4	103,5	105,5	114,1	122,3	130,2
<i>Moyen-Orient</i>	6,5	7,3	8,2	7,4	8,3	8,7	9,8
<i>Autres pays d'Asie</i>	23,1	28,2	31,1	30,9	34,7	36,7	38,9
<i>Autres pays d'Afrique</i>	11,3	11,9	14,3	14,3	15,2	15,9	16,1
Non attribué ⁶	14,1	14,2	17,9	17,8	20,3	21,0	21,2
Total	893,1	946,5	1.110,7	1.117,4	1.206,0	1.247,9	1.323,1
Engagements des banques envers:							
pays du Groupe des Dix, Suisse, Autriche, Danemark et Irlande	533,5	576,6	685,7	694,0	750,1	763,7	823,7
<i>dont: zone européenne déclarante</i>	404,4	436,0	528,1	524,7	565,9	569,0	613,5
<i>Etats-Unis</i>	101,9	110,1	123,8	128,0	144,1	148,0	160,1
<i>Canada</i>	15,7	17,2	17,8	21,0	20,8	23,3	23,1
<i>Japon</i>	11,5	13,3	16,0	20,3	19,3	23,4	27,0
Centres financiers offshore ³	96,9	115,4	139,2	143,4	145,5	155,0	164,6
Autres pays d'Europe occidentale	35,4	37,8	42,5	39,2	42,8	45,0	46,3
Afrique du Sud, Australie et Nouvelle-Zélande	2,7	3,6	3,6	3,7	3,7	4,3	3,8
Europe de l'Est	10,6	9,9	15,4	12,7	12,6	13,5	15,6
Pays de l'OPEP ⁴	82,5	87,3	120,3	129,6	145,7	155,8	159,7
Autres pays en voie de développement	76,6	83,4	89,6	87,2	92,3	92,9	92,7
<i>dont: Amérique latine⁵</i>	33,2	35,4	38,4	36,2	35,6	35,4	36,3
<i>Moyen-Orient</i>	13,8	15,2	15,9	16,2	18,2	18,1	18,9
<i>Autres pays d'Asie</i>	22,2	25,1	26,0	25,3	28,0	29,3	27,5
<i>Autres pays d'Afrique</i>	7,4	7,7	9,3	9,5	10,5	10,1	10,0
Non attribué ⁶	18,1	19,5	23,0	26,7	30,6	29,6	28,2
Total	856,3	933,5	1.119,3	1.136,5	1.223,3	1.259,8	1.334,6

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

¹ Les succursales offshore des banques américaines dont les positions extérieures sont comprises dans ces chiffres sont celles qui se trouvent aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Panama, à Hong Kong et à Singapour. ² Comprend, pour la première fois, les positions extérieures en monnaie nationale des banques sises en Irlande. A la fin de juin 1980, celles-ci s'élevaient à \$0,1 milliard de créances et à \$1,8 milliard d'engagements. Pour l'essentiel, ces positions représentaient des créances et engagements à l'égard des autres banques européennes déclarantes. ³ Antilles néerlandaises, Bahamas, la Barbade, Bermudes, îles Caïmans, Hong Kong, Liban, Libéria, Panama, Singapour, Vanuatu (ex Nouvelles-Hébrides) et autres Antilles britanniques. ⁴ Comprend, en outre, Bahreïn, Brunei, Oman, Trinidad et Tobago. ⁵ Y compris les pays de la zone des Caraïbes ne pouvant pas être considérés comme des centres financiers offshore. ⁶ Y compris les institutions internationales autres que la BRI.

près de \$10 milliards, ainsi que les secteurs non bancaires de Belgique, des Etats-Unis, de France, du Japon et de Suède, qui ont chacun absorbé entre \$4 et 5 milliards.

La contribution de la zone déclarante à l'expansion des agrégats bancaires internationaux a été, avec \$106 milliards (après correction des variations de change et des duplications d'écritures), plus importante encore en ce qui concerne l'origine des ressources du marché. Les dépôts directs effectués par les secteurs non bancaires (y compris les nouveaux fonds acheminés sur le marché par l'intermédiaire de comptes fiduciaires en Suisse) se sont élevés à environ \$45 milliards, tandis que le reliquat, soit plus de \$60 milliards, a pris essentiellement la forme de prêts extérieurs en monnaie nationale consentis par les banques déclarantes elles-mêmes. La composante la plus importante de ces crédits a été constituée par une augmentation de \$40 milliards des créances extérieures des banques sises aux Etats-Unis. Ce pays a également été le plus gros pourvoyeur de fonds non bancaires, les dépôts des résidents américains auprès des banques déclarantes à l'étranger s'étant accrus approximativement de \$10 milliards l'an dernier. Ce chiffre est sensiblement inférieur aux \$17 milliards enregistrés à ce titre en 1979, et, contrairement à cette année-là, ces dépôts ont été effectués essentiellement auprès des succursales des banques américaines aux Caraïbes.

En ce qui concerne les pays extérieurs à la zone déclarante, les crédits accordés par les banques déclarantes aux pays non membres de l'OPEP (exception faite du poste «non attribué») ont progressé approximativement de \$55 milliards l'an dernier, ou de \$62 milliards si l'on élimine l'incidence des variations de change. Les nouveaux prêts aux pays en voie de développement, qui se sont élevés à \$37,9 milliards, ou à \$40,5 milliards sur une base corrigée des variations de change, ont atteint un montant record. Comme les nouveaux dépôts constitués auprès des banques déclarantes par les pays en voie de développement ont été sensiblement plus faibles qu'en 1979, le recours net des pays en développement non producteurs de pétrole auprès de ces dernières s'est accru de près de 50% par rapport à 1979, pour se situer à \$35 milliards (après élimination de l'incidence des variations de change). Les pays d'Amérique latine ont, à eux seuls, emprunté \$26,7 milliards, soit plus des deux tiers du total des nouveaux crédits accordés aux pays en développement non pétroliers, alors qu'en même temps ils réduisaient de \$2,1 milliards leurs dépôts auprès des banques déclarantes. Pour ce qui est des pays emprunteurs, ce sont le Mexique, le Brésil et l'Argentine qui sont arrivés en tête, avec respectivement \$10,4 milliards, \$6,5 milliards et \$5,8 milliards. Le Mexique a renforcé de \$1,2 milliard ses dépôts auprès des banques déclarantes, tandis que le Brésil et l'Argentine ont réduit les leurs à concurrence de \$3,3 milliards et \$1,1 milliard respectivement. Les avoirs à l'égard des pays en voie de développement autres que ceux d'Amérique latine se sont accrus de \$11,2 milliards et les engagements de \$5,2 milliards, ce qui montre qu'en tant que groupe ces pays ont été d'assez modestes emprunteurs nets de nouveaux fonds. A eux seuls, les pays d'Extrême-Orient sont intervenus pour 70% dans le total des emprunts bruts, et leur endettement net a augmenté de \$6,3 milliards. En revanche, les pays du Moyen-Orient non membres de l'OPEP ont été déposants nets, et les «autres pays d'Afrique» n'ont emprunté que \$1,8 milliard en chiffres bruts, ou \$1,1 milliard en chiffres nets.

Les nouveaux appels au crédit bancaire international de la part des pays développés extérieurs à la zone déclarante ont atteint au total \$13,2 milliards, soit une accélération de \$4,7 milliards. Si l'on élimine l'incidence des variations de change, les

nouveaux emprunts ont doublé par rapport à 1979; mais, alors que l'an dernier ces pays avaient renforcé leurs dépôts d'un montant égal à celui de leurs nouveaux emprunts, en 1980 ce groupe est devenu, en revanche, emprunteur net de nouveaux fonds à concurrence de près de \$10 milliards. Les plus gros emprunteurs ont été l'Espagne (\$2,6 milliards), la Yougoslavie (\$2,1 milliards), la Grèce (\$1,9 milliard), l'Australie et le Portugal (\$1,3 milliard chacun). La Grèce et, dans une moindre mesure, la Yougoslavie ont sensiblement accru leurs dépôts sur les livres des banques déclarantes.

En 1980, les pays d'Europe de l'Est ont obtenu des banques déclarantes \$3,9 milliards (\$6,5 milliards, si l'on élimine l'incidence des variations de change) de nouveaux crédits, soit moins qu'en 1979; cependant, comme ils ont en même temps fortement réduit leurs nouveaux dépôts auprès de ces établissements, leur absorption nette de ressources, soit \$5,5 milliards après correction des variations de change, a été beaucoup plus importante que l'année précédente. Les plus gros emprunteurs, tant en chiffres bruts que nets, ont été la République démocratique allemande et la Roumanie. La Pologne n'a, semble-t-il, que modérément accru son endettement brut, mais elle a, simultanément, effectué des prélèvements sur ses propres dépôts auprès des banques déclarantes, qui sont tombés de \$1,1 milliard à \$0,6 milliard.

Enfin, en ce qui concerne les pays de l'OPEP, l'expansion de leurs dépôts auprès des banques déclarantes s'est encore accélérée, passant de \$37,8 milliards en 1979 à \$39,4 milliards, ou de \$37 milliards à \$41,5 milliards, si l'on élimine l'incidence des variations de change. Dans le même temps, leur recours au crédit bancaire international a fléchi quelque peu. Il en résulte que l'offre nette de nouveaux fonds par les pays de l'OPEP aux banques déclarantes, corrigée des variations de change, a été supérieure de \$6 milliards en 1980 au montant enregistré en 1979; ce montant reste néanmoins très inférieur à l'augmentation des prêts bancaires nets accordés aux autres pays extérieurs à la zone déclarante. En outre, le rôle des pays de l'OPEP en tant que pourvoyeurs nets de nouveaux fonds aux banques déclarantes a fortement diminué en cours d'année. Après correction des variations de change, les nouveaux dépôts de ces pays au premier trimestre de 1980 s'étaient élevés à \$12,4 milliards, alors qu'au dernier trimestre ils ont fléchi à \$6,4 milliards. En même temps, si leur endettement brut envers les banques déclarantes s'est trouvé réduit de \$2,8 milliards au premier trimestre, leurs emprunts se sont élevés au quatrième trimestre à \$5 milliards au total. En d'autres termes, après avoir été les principaux pourvoyeurs de nouveaux fonds durant les premiers mois de 1980, les pays exportateurs de pétrole n'ont plus joué qu'un rôle marginal en tant que déposants nets au quatrième trimestre.

Bien que l'essentiel des fonds de l'OPEP, soit \$30 milliards (chiffre corrigé de l'incidence des variations de change, comme tous ceux qui figurent dans ce paragraphe), ait été une fois de plus déposé sur le marché des euro-monnaies dans sa définition étroite, la répartition géographique de cet apport a été à certains égards fort différente de celle de 1979. D'une part, alors que les dépôts identifiés de l'OPEP dans les banques sises aux Etats-Unis et dans leurs succursales des centres offshore s'étaient accrus en 1979 de \$6,5 milliards, ils ont fléchi de \$1,3 milliard en 1980. En second lieu, la croissance des dépôts auprès des banques sur les marchés nationaux autres que les Etats-Unis a plus que triplé par rapport à 1979, pour atteindre \$7,5 milliards. Cette évolution s'explique surtout par l'abaissement des barrières dressées aux entrées de

capitaux au Japon, en Allemagne et en Suisse. La nouvelle répartition des dépôts de l'OPEP en 1980 a également affecté la ventilation des placements par monnaie. Bien que, sur l'euro-marché dans sa définition étroite, la composante dollar des nouveaux dépôts de l'OPEP se soit accrue, la part du dollar dans le total des nouveaux dépôts de ce groupe est tombée de 72% en 1979 à 69% l'an passé, en dépit de la fermeté de la monnaie américaine sur le marché des changes. Par contre, on a enregistré des placements substantiels de fonds de l'OPEP en yens japonais et en livres sterling, deux monnaies qui se sont appréciées par rapport au dollar au cours de l'année 1980. En outre, la décomposition par monnaie des dépôts de l'OPEP a varié considérablement en cours d'année et, au quatrième trimestre, lorsque la monnaie américaine a connu une vive progression, la quasi-totalité des nouveaux dépôts de ce groupe a été libellée en dollars.

Rôle du secteur bancaire international dans le processus de recyclage: analyse rétrospective et perspectives d'évolution

Le tableau de la page suivante décrit, sur une assez longue période allant de 1974 à 1980, le rôle de receveur et de pourvoyeur de fonds des banques déclarantes envers les principaux groupes de pays extérieurs à leur propre zone. Les chiffres de flux figurant dans le tableau ne peuvent être déduits directement des chiffres de stock du tableau de la page 114, étant donné qu'ils ont été corrigés de l'influence des variations de change. En outre, les chiffres du tableau sous-estiment le rôle des banques déclarantes en tant que bénéficiaires de fonds de l'OPEP, car ils ne comprennent pas les avoirs de l'OPEP tant officiels que privés qui sont venus s'investir sur le marché par l'intermédiaire des comptes fiduciaires auprès de banques suisses, ou par le canal de banques non déclarantes situées dans les centres offshore autres que ceux du Moyen-Orient.

Pour ce qui est du rôle des banques dans le recyclage des excédents de l'OPEP, on note qu'en 1974, année qui a suivi la première explosion des prix pétroliers, les nouveaux dépôts identifiés de l'OPEP auprès des banques déclarantes avaient représenté 40% de l'excédent consolidé des paiements courants de l'OPEP, pour fléchir ensuite à environ 24% au cours des deux années suivantes. Comme ce recul coïncidait avec une vive contraction de l'excédent de l'OPEP lui-même, les pays membres de cette organisation ont très rapidement perdu la position dominante qu'ils avaient acquise comme pourvoyeurs de nouveaux fonds aux banques déclarantes. Si l'on tient compte de leurs emprunts auprès des banques, la diminution de l'importance des pays de l'OPEP en tant que source de nouveaux fonds à partir de 1975 est encore plus prononcée. Alors qu'en 1974 l'offre nette de capitaux pétroliers aux banques déclarantes couvrait la totalité des prêts nets des banques aux autres pays extérieurs à la zone déclarante, seuls 13% de ceux-ci furent financés de cette manière en 1975-76. Et en 1978, lors de la disparition temporaire de leur excédent consolidé des paiements courants, les pays de l'OPEP ont été les plus importants emprunteurs nets de fonds bancaires.

A partir de 1975, leur place de principaux pourvoyeurs nets de capitaux aux banques déclarantes fut prise par les grands pays industrialisés. Le total des dépôts nets figurant au bas du tableau fait ressortir, avec un signe inversé, la position des pays déclarants eux-mêmes vis-à-vis des autres pays. C'est ainsi que, dans la période qui a

**Flux de fonds entre les banques fournissant des renseignements à la BRI¹
et les groupes de pays extérieurs à la zone déclarante, 1974-80 (estimations)**

Postes	Stocks à fin 1973	Flux de fonds ²							Stocks à fin 1980
	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1980	
en milliards de dollars EU, à taux de change constants en fin de période									
Pays de l'OPEP³									
Dépôts bruts	16,0	26,5	7,5	12,5	12,5	3,5	37,0	41,5	159,7
Emprunts bruts	6,5	2,5	5,0	9,5	11,0	17,5	7,5	6,0	70,0
Dépôts nets ⁴	9,5	24,0	2,5	3,0	1,5	-14,0	29,5	35,5	89,7
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>Réserves de change⁵ . . .</i>	12,6	31,1	7,3	8,0	10,6	-14,5	15,4	19,8	90,3
<i>Solde des opérations courantes</i>	.	66,0	31,0	37,0	27,0	-2,0	66,0	110,0	.
Autres PVD⁶									
Dépôts bruts	27,5	4,0	4,0	11,5	12,0	14,0	12,0	5,5	92,7
Emprunts bruts	32,0	15,0	15,0	16,5	10,5	22,5	35,5	40,5	195,0
Dépôts nets ⁴	-4,5	-11,0	-11,0	-5,0	1,5	-8,5	-23,5	-35,0	-102,3
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>Réserves de change⁵ . . .</i>	21,2	0,6	-1,3	10,6	10,0	11,9	7,8	-1,9	58,9
<i>Solde des opérations courantes</i>	.	-24,0	-31,0	-20,0	-13,0	-24,0	-40,0	-61,0	.
Pays développés⁷									
Dépôts bruts	27,0	0,5	5,5	1,5	4,5	8,5	7,5	5,5	50,1
Emprunts bruts	23,0	7,5	10,0	12,5	12,5	5,5	7,5	15,0	85,6
Dépôts nets ⁴	4,0	-7,0	-4,5	-11,0	-8,0	3,0	-	-9,5	-35,5
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>Réserves de change⁵ . . .</i>	23,5	-2,1	-1,4	0,4	1,7	6,4	3,1	1,5	26,7
<i>Solde des opérations courantes</i>	.	-17,0	-19,0	-21,0	-22,0	-7,0	-6,0	-14,0	.
Europe de l'Est									
Dépôts bruts	4,5	1,5	0,5	1,0	-	2,0	4,5	1,0	15,6
Emprunts bruts	9,5	3,5	8,5	6,5	2,0	5,5	7,0	6,5	59,8
Dépôts nets ⁴	-5,0	-2,0	-8,0	-5,5	-2,0	-3,5	-2,5	-5,5	-44,2
<i>Pour mémoire:</i>									
<i>Solde de la balance commerciale⁸</i>	.	-2,0	-9,0	-7,0	-1,0	-4,0	3,0	5,0	.
Non attribué⁹									
Dépôts bruts	7,5	2,5	4,5	3,0	5,5	5,0	7,5	5,0	40,0
Emprunts bruts	4,5	1,5	4,0	1,5	3,0	7,0	6,0	5,0	33,0
Dépôts nets ⁴	3,0	1,0	0,5	1,5	2,5	-2,0	1,5	-	7,0
Total									
Dépôts bruts	82,5	35,0	22,0	29,5	34,5	33,0	68,5	58,5	358,1
Emprunts bruts	75,5	30,0	42,5	46,5	39,0	58,0	63,5	73,0	443,4
Dépôts nets ⁴	7,0	5,0	-20,5	-17,0	-4,5	-25,0	5,0	-14,5	-85,3

¹ Jusqu'en 1977, les banques fournissant des statistiques à la BRI étaient celles des pays suivants: Allemagne fédérale, Belgique-Luxembourg, Canada, Etats-Unis, France, Italie, Japon, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse et les succursales des banques américaines des Bahamas, des îles Caïmans, de Panama, de Hong Kong et de Singapour. A partir de cette date, elles comprennent également celles d'Autriche, du Danemark et d'Irlande, ainsi que, pour les banques sises en France et au Royaume-Uni, certains postes en monnaie nationale ayant trait au commerce extérieur et non compris précédemment. ² Le total des chiffres de flux mentionnés pour chacune des années considérées n'est pas nécessairement égal à la différence entre le montant des encours au début et à la fin de l'ensemble de la période, du fait à la fois de ruptures de séries et du choix de la méthode de calcul des chiffres de flux. ³ Comprend en outre Bahreïn, Brunei, Oman, Trinidad et Tobago. ⁴ Un signe (-) correspond à des emprunts nets. ⁵ A taux de change courants. ⁶ A l'exclusion des centres offshore. ⁷ Y compris, jusqu'en 1977, l'Autriche, le Danemark et l'Irlande qui, ensuite, sont considérés comme faisant partie de la zone déclarante. ⁸ Exportations et importations f.o.b. ⁹ Comprend les centres offshore ne faisant pas partie de la zone déclarante (Antilles néerlandaises, la Barbade, Bermudes, Liban, Libéria, Vanuatu (ex Nouvelles-Hébrides) et autres Antilles britanniques) et les institutions internationales autres que la BRI.

suivi le premier choc pétrolier, les pays déclarants n'ont été qu'une fois — en 1974 — emprunteurs nets de fonds auprès du reste du monde par l'intermédiaire du secteur bancaire international. L'année suivante, ils avaient repris leur rôle de prêteurs nets pour un montant de \$20,5 milliards, soit huit fois plus que le volume net des fonds mis à la disposition des banques déclarantes par les pays de l'OPEP.

En ce qui concerne la période plus récente de relèvements massifs des prix du pétrole, et compte tenu du fait que, cette fois-ci, le renchérissement s'est réparti sur une durée plus longue qu'en 1973, l'évolution a été, à maints égards, semblable à celle des années immédiatement postérieures à 1973. En 1979, les dépôts identifiés de l'OPEP auprès des banques déclarantes s'élevaient à 56% de son excédent et, comme en 1974, l'offre nette de ressources nouvelles de l'OPEP à ces banques a été supérieure aux nouveaux prêts nets accordés par celles-ci aux autres groupes de pays extérieurs à la zone déclarante. En 1980, la proportion de l'excédent de l'OPEP investi auprès des banques est tombée à 38%. En outre, comme il a déjà été indiqué à la page 116, la progression des dépôts de l'OPEP s'est ralentie dans le courant de l'année, tandis que les nouveaux emprunts effectués par ce groupe auprès des banques se développaient, de telle sorte qu'au dernier trimestre de 1980 les pays déclarants se sont de nouveau substitués aux membres de l'OPEP comme principaux pourvoyeurs nets des banques en argent frais. Il se peut que les chiffres du quatrième trimestre constituent, dans une certaine mesure, une anomalie statistique et ne reflètent pas la situation exacte. Néanmoins, si en particulier le prix réel du pétrole et l'excédent de l'OPEP enregistrent une baisse sensible en 1981, il est fort possible que la zone déclarante continue à jouer le rôle de principal bailleur net de fonds à des fins de prêts aux pays non membres de l'OPEP extérieurs à la zone déclarante.

En même temps, certains des grands pays déclarants ont continué à bénéficier d'importantes ressources de l'OPEP acheminées par d'autres voies que les banques. En jouant le rôle d'exportatrices nettes de fonds de ces pays vers le reste du monde importateur de pétrole, les banques continuent donc d'opérer une sorte de recyclage indirect des capitaux de l'OPEP. Ce processus, qui se traduit par la présence, au passif du bilan des banques, de dépôts de résidents de leur propre pays plutôt que de dépôts OPEP, peut impliquer une diminution du risque d'approvisionnement et de liquidité, mais les risques-pays auxquels les banques s'exposent sont, bien entendu, les mêmes que lors du recyclage direct des fonds de l'OPEP.

Si l'on considère l'utilisation des ressources, telle qu'elle apparaît au bilan des banques déclarantes, le tableau de la page 118 montre que, après la première vague de hausses des prix pétroliers, les besoins d'emprunt des pays importateurs de pétrole se sont révélés plus durables que les excédents de l'OPEP. Alors que l'excédent global de l'OPEP avait fléchi de \$66 milliards en 1974 à \$34 milliards en moyenne au cours des deux années suivantes, les prêts bancaires aux pays non membres de l'OPEP extérieurs à la zone déclarante (y compris le poste «non attribué») s'étaient encore accélérés, passant de \$27,5 milliards à \$37 milliards, avant de retomber à \$28 milliards en 1977. Cette évolution s'explique notamment par le fait que les balances des paiements de ces pays avaient souffert non seulement du renchérissement des importations de produits pétroliers, mais également du marasme économique sévissant dans les principaux pays du monde industrialisé. Nombre de pays en voie de développement et de nations industrielles de moindre importance s'étaient efforcés de surmonter la récession qui

frappait les grands pays industrialisés en maintenant la demande interne à un niveau relativement élevé et en s'adressant aux marchés internationaux des capitaux pour financer les déficits de paiements qui en étaient résultés. Toutefois, lorsque la stagnation de l'économie des pays industrialisés se révéla plus profonde et plus durable que prévu, et que les problèmes de financement commencèrent à se faire sentir, les pays non membres de l'OPEP extérieurs à la zone déclarante se mirent à adopter des politiques restrictives sur le plan interne qui, dans de nombreux cas, donnèrent des résultats satisfaisants. Ainsi, le déficit consolidé en compte courant des pays en voie de développement non membres de l'OPEP fut ramené de \$31 milliards environ en 1975 à \$13 milliards en 1977. Si les déficits de paiements des pays développés extérieurs à la zone déclarante se sont avérés plus tenaces, il est à noter qu'une amélioration décisive s'est toutefois produite en 1978. Les emprunts de ces pays non membres de l'OPEP auprès des banques déclarantes se sont maintenus à un niveau élevé pour une deuxième raison: comme leur déficit extérieur fléchissait, ils ont profité de la situation favorable aux emprunteurs, depuis 1976, sur le marché des capitaux bancaires internationaux pour renforcer leurs réserves officielles, dont la valeur réelle avait été fortement entamée après les hausses du prix du pétrole de 1973. En 1977, les pays en développement non pétroliers et, en 1978, le groupe des pays développés extérieurs à la zone déclarante devinrent temporairement fournisseurs nets d'argent frais aux banques déclarantes.

Avant même que les résultats des divers efforts d'ajustement, l'inflation des prix en dollars et la croissance économique n'aient permis de réduire sensiblement l'endettement réel accumulé au lendemain du premier choc pétrolier, la nouvelle flambée des prix du pétrole en 1979 et 1980 entraîna un nouvel accroissement brutal de l'endettement des pays importateurs de pétrole à l'égard du secteur bancaire international. En dehors de la zone déclarante, l'extension des besoins de financement extérieur s'est alors concentrée très fortement sur les pays en développement non membres de l'OPEP. De nouveau, l'endettement de ces pays envers les banques sises à l'étranger s'est accru à un rythme nettement supérieur au taux de croissance de leur économie interne et à celui du bilan des banques prêteuses elles-mêmes. C'est ainsi que, pour les deux années 1979 et 1980, l'endettement bancaire de ces pays s'est gonflé de 64% et, si l'on tient compte de leurs dépôts auprès des banques déclarantes, leur position débitrice nette, qui avait déjà augmenté de \$5 milliards à \$32 milliards au cours des trois années suivant le premier choc pétrolier, est montée en flèche, passant de \$44 milliards fin 1978 à \$102 milliards deux ans plus tard. De plus, les répercussions de cette expansion brutale de l'endettement net sur les charges du service de la dette de ces pays se sont trouvées amplifiées par la hausse spectaculaire des taux d'intérêt au cours des trois dernières années.

Pour l'ensemble de la période allant de 1974 à l'année 1980 comprise, l'incidence cumulée des flux nets de fonds acheminés par les banques déclarantes vers les autres pays peut être résumée comme suit: l'endettement net des pays en voie de développement non pétroliers auprès des banques s'est accru de \$92,5 milliards, montant légèrement inférieur à la moitié de leur déficit cumulé en compte courant (\$210 milliards environ) durant cette période, tandis que leurs emprunts bruts atteignaient un total de \$155 milliards; les pays développés extérieurs à la zone déclarante ont emprunté, sur une base nette, \$37 milliards, soit \$70 milliards en chiffres bruts, alors que leur balance des transactions

courantes s'est soldée globalement par un déficit de quelque \$105 milliards; les emprunts nets des pays de l'Europe de l'Est auprès des banques se sont élevés au total à \$29 milliards, soit près de deux fois le montant de leur déficit commercial cumulé au cours de cette période. Le total net des prêts accordés à ces trois groupes de pays par les banques déclarantes s'est monté à \$158,5 milliards, sur lesquels \$82 milliards ont été fournis par les pays de l'OPEP.

Il est probable que la demande de crédit international restera forte dans les années à venir, c'est-à-dire, non seulement tant qu'on continuera d'enregistrer des excédents de paiements élevés de l'OPEP, mais même après, si l'on s'en réfère à l'expérience passée. Il est peu vraisemblable que les flux internationaux de capitaux non bancaires puissent à l'avenir supplanter les banques dans le rôle prépondérant qu'elles ont tenu jusqu'ici, encore que tout doive être mis en œuvre pour développer les flux acheminés par d'autres canaux, et notamment les investissements directs. De toute évidence, il sera donc nécessaire d'accroître considérablement le volume des prêts accordés par les banques déclarantes aux pays non membres de l'OPEP extérieurs à la zone déclarante.

Il est tout aussi évident que les conditions d'une nouvelle et substantielle expansion du crédit bancaire international, en particulier vers les pays en développement non producteurs de pétrole, sont à présent moins favorables qu'elles ne l'étaient en 1974, et que les risques qui en découlent pour les banques sont plus grands. Les risques qu'elles assument à l'égard de certains pays ont atteint un niveau élevé par rapport à leurs fonds propres; dans de nombreux cas, leur stock de capital est plus faible qu'au milieu des années soixante-dix; de plus, certaines mesures actuellement mises en œuvre par les autorités de contrôle bancaire, en vue notamment d'étendre la surveillance des banques à partir de bilans consolidés à l'échelle mondiale, risquent de limiter quelque peu les possibilités d'expansion future des prêts bancaires internationaux. Au surplus, on ne saurait prétendre que l'excédent de paiements de l'OPEP se réduira dans les années à venir aussi rapidement qu'après 1974 ni, par conséquent, que la reprise de la croissance économique dans les principaux pays industrialisés permettra aux pays en développement non pétroliers d'augmenter leurs exportations à un rythme compatible avec leurs besoins de produits importés et la nécessité d'assurer le service de leurs emprunts. A cet égard, des efforts appropriés de l'ensemble de la communauté financière internationale, de certains pays déficitaires et des banques elles-mêmes s'imposent pour assurer la poursuite d'un recyclage adéquat par l'intermédiaire du système bancaire international.

En ce qui concerne le rôle de la communauté financière internationale, il importe avant tout de maintenir et de développer la contribution élargie que le Fonds monétaire international a commencé d'apporter l'an dernier sur le plan mondial au financement officiel et au processus d'ajustement des balances de paiements, alors que précédemment le recours net des pays membres à ses facilités avait diminué. Côté financement, les accords conclus récemment par le Fonds avec l'Arabie Saoudite et les banques centrales de treize pays développés constituent une évolution encourageante, qui devra être suivie en temps opportun d'un nouveau relèvement général des quotes-parts des pays membres auprès du Fonds. Côté ajustement, cet organisme a déjà reconnu la nécessité de réviser les conditions d'octroi de ses concours («conditionnalité»), afin d'inciter davantage les pays membres à opérer des modifications structurelles dans leur économie. Toutefois, ces nouvelles orientations ne dispenseront en

aucun cas le Fonds de la nécessité d'appliquer, comme à l'accoutumée, des conditions de caractère macro-économique.

Cette «conditionnalité» du FMI constituera d'ailleurs un élément important dans le second type d'action qui s'imposera si les banques doivent apporter à l'avenir une contribution optimale au financement des balances des paiements, c'est-à-dire si l'on veut éviter que les divers pays déficitaires n'enregistrent un déséquilibre extérieur pendant une période anormalement longue. Dans une situation où les banques continueront vraisemblablement, en tout état de cause, d'être très sollicitées pour financer les déficits des balances des paiements, il est essentiel que les pays bénéficiaires de ce financement extérieur adoptent, en cas de nécessité, une politique d'ajustement appropriée, de manière à répartir aussi largement que possible, au fil des années, les risques encourus par les banques sur le plan international.

Enfin, les banques elles-mêmes devront éviter que leur politique de prêt ne concoure à l'aggravation des déséquilibres de paiements. Il n'appartient certes pas aux banques de consentir des prêts conditionnels du genre de ceux que le FMI a vocation d'octroyer. Mais, par le passé, il est arrivé que des banques prêtent trop généreusement à certains pays dont le déficit de paiements était manifestement insoutenable.

Si l'on s'engage dans cette voie, il y a tout lieu de penser que les banques pourront continuer à jouer un rôle prépondérant dans l'octroi de crédits internationaux, sans qu'il en résulte des problèmes susceptibles de nuire au fonctionnement du processus d'ajustement et à la solidité des marchés des capitaux internationaux.

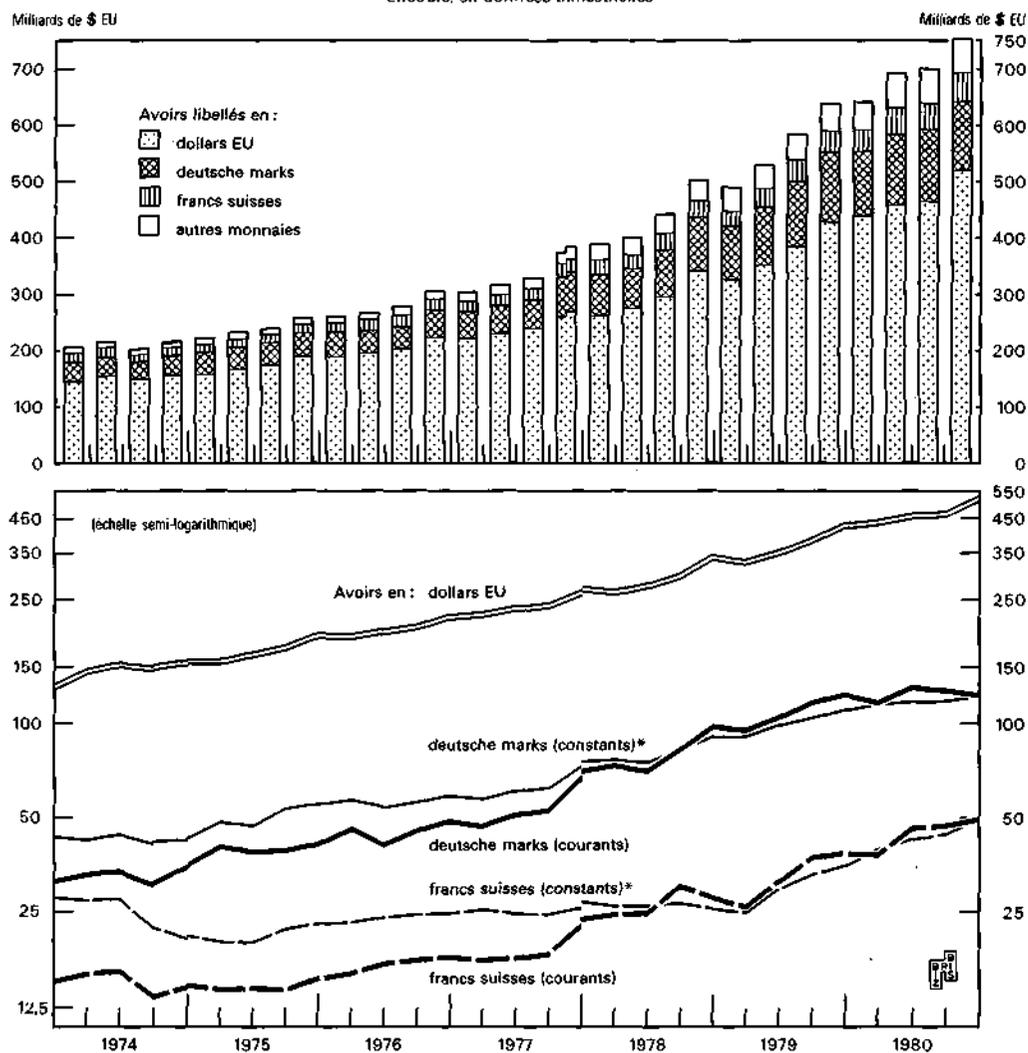
Evolution sur les marchés européens

En 1980, la valeur en dollars de l'ensemble des avoirs extérieurs des banques des pays européens déclarants s'est accrue de \$127 milliards, soit de 16%, pour atteindre un total de \$903 milliards. Cette progression est sensiblement inférieure à l'accroissement de \$165 milliards enregistré en 1979. Toutefois, le chiffre de 1980 s'est trouvé réduit de \$32 milliards par l'incidence de l'appréciation de la monnaie américaine sur la valeur en dollars des avoirs des banques en monnaies telles que le deutsche mark et le franc suisse, alors qu'en 1979 l'incidence des variations de change avait grossi de \$12 milliards l'accroissement global des créances des banques. Ce ralentissement a été dû, en outre, pour une bonne part (en chiffres non corrigés) à la croissance plus lente des positions interbancaires au sein de la zone déclarante elle-même.

Les engagements extérieurs se sont développés plus fortement que les avoirs, puisqu'ils ont progressé de \$151 milliards, pour se situer au total à \$928 milliards. Aussi le renversement de la position extérieure nette des banques européennes déclarantes, qui était déjà passée au cours de 1979 de \$19 milliards d'avoirs à \$1 milliard d'engagements, s'est-il accentué, de sorte qu'à la fin de 1980 on enregistrerait \$25 milliards d'engagements extérieurs nets. Ce retournement de \$44 milliards, en l'espace de deux années seulement, est lié dans une large mesure au rôle joué par les banques dans le financement des déficits de paiements d'origine pétrolière des pays européens déclarants.

Par suite du redressement du dollar sur les marchés des changes en 1980, le rôle primordial de cette monnaie dans les transactions bancaires internationales s'est trouvé

Ventilation 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 1980.

renforcé. Corrigés des variations de change, les avoirs extérieurs des banques européennes déclarantes en d'autres monnaies ont augmenté pratiquement au même rythme que les avoirs en dollars, soit d'un peu plus de 21%, mais, à taux de change courants, leur valeur en dollars ne s'est accrue que de la moitié environ de ce pourcentage. Côté passifs, les positions en dollars se sont élargies de 26% et les engagements extérieurs nets en cette monnaie sont passés de \$8,7 milliards à la fin de 1979 à \$29,6 milliards. Il se pourrait donc que l'activité des banques en euro-monnaies ait contribué à modérer la hausse du dollar sur le marché au comptant et qu'elle ait eu ainsi tendance à réduire l'instabilité des cours de change, bien que les positions courtes au comptant prises par les banques sur le dollar aient été sans aucun doute largement couvertes par des achats de dollars à terme.

**Ventilation par monnaie des positions extérieures
en 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					francs français
				à l'égard du secteur non bancaire	deutsche marks	francs suisSES	livres sterling	florins néer- landais	
en millions de dollars EU									
Avoirs									
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*	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	5.660
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	427.960	104.320	211.770	52.140	124.430	38.660	11.140	8.470	7.820
1980 mars	438.960	108.630	204.220	54.230	115.710	38.010	11.590	7.810	8.500
juin	456.730	118.310	234.750	62.950	129.830	46.240	13.650	8.680	9.140
septembre	465.620	122.540	234.710	67.020	127.430	47.230	13.440	8.040	10.450
décembre	518.730	129.080	232.510	64.420	122.930	49.620	12.970	7.430	11.550
<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	92.810	30.240	34.220	9.850	.	.	.	.	.
décembre II*	93.510	30.560	35.710	10.640	.	.	.	.	.
1978 décembre	106.530	32.690	49.550	13.500	.	.	.	.	.
1979 décembre	126.570	34.850	69.610	20.270	.	.	.	.	.
1980 mars	137.280	36.780	73.120	22.710	.	.	.	.	.
juin	148.680	40.610	81.990	27.780	.	.	.	.	.
septembre	156.010	41.570	81.830	27.690	.	.	.	.	.
décembre	169.560	42.200	85.400	29.860	.	.	.	.	.
Engagements									
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*	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	436.630	64.190	229.200	22.480	127.940	40.710	15.180	8.810	11.370
1980 mars	450.050	68.680	225.990	23.500	118.250	41.680	19.350	8.210	11.450
juin	474.000	71.380	254.490	26.860	133.000	49.240	22.930	9.440	12.610
septembre	486.110	74.410	255.760	26.410	130.470	51.690	23.070	8.860	13.430
décembre	548.360	83.900	252.140	27.480	125.260	51.620	23.820	8.300	14.470
<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*	75.310	12.280	30.400	5.460	.	.	.	.	.
1978 décembre	87.690	14.690	45.060	7.440	.	.	.	.	.
1979 décembre	108.910	17.180	63.940	9.280	.	.	.	.	.
1980 mars	117.850	18.000	61.580	9.860	.	.	.	.	.
juin	124.710	19.290	68.680	10.980	.	.	.	.	.
septembre	132.650	18.990	66.120	10.960	.	.	.	.	.
décembre	148.100	20.480	66.570	10.240	.	.	.	.	.

* A partir de décembre II 1977, comprend les positions des banques sises en Autriche, au Danemark et en Irlande.

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

			1978	1979	1980			
			décembre	décembre	mars	juin	septembre	décembre
en millions de dollars EU								
Allemagne fédérale	Avoirs	Monnaie nationale	40.340	47.620	45.630	51.490	49.820	51.820
		Dollars EU	14.720	14.360	12.920	14.110	14.020	14.190
		Autres monnaies étrangères	6.050	7.350	6.930	7.850	7.630	7.320
	Engagements	Monnaie nationale	40.220	54.330	46.500	53.530	52.190	50.690
		Dollars EU	14.510	16.430	14.070	15.350	17.140	16.790
		Autres monnaies étrangères	4.370	7.000	7.740	8.150	7.680	6.710
Autriche	Avoirs	Monnaie nationale	2.930	4.160	4.040	4.690	4.880	4.840
		Dollars EU	4.460	6.610	7.030	6.850	7.290	7.220
		Autres monnaies étrangères	5.120	7.130	6.690	7.650	7.680	7.790
	Engagements	Monnaie nationale	830	1.090	980	1.280	1.310	1.360
		Dollars EU	5.300	6.870	6.820	7.150	8.010	8.010
		Autres monnaies étrangères	7.490	11.040	10.820	12.760	13.430	14.040
Belgique	Avoirs	Monnaie nationale	2.800	3.330	3.290	3.830	3.960	3.280
		Dollars EU	18.550	23.310	25.220	28.860	30.700	33.430
		Autres monnaies étrangères	13.230	16.380	16.710	20.030	19.520	18.930
	Engagements	Monnaie nationale	4.730	6.590	5.880	8.190	8.280	8.000
		Dollars EU	18.040	22.200	23.450	26.970	29.500	32.940
		Autres monnaies étrangères	15.500	21.350	22.430	26.160	26.200	24.990
Luxembourg	Avoirs	Monnaie nationale	1.050	1.400	1.550	1.540	1.540	1.330
		Dollars EU	22.040	29.300	28.550	31.460	32.710	33.620
		Autres monnaies étrangères	36.300	50.100	48.890	56.290	56.250	53.690
	Engagements	Monnaie nationale	730	1.030	980	1.200	1.210	1.130
		Dollars EU	24.400	32.950	33.380	36.310	36.900	38.000
		Autres monnaies étrangères	30.080	42.680	41.710	48.720	48.950	45.500
Danemark	Avoirs	Monnaie nationale	90	150	180	200	170	220
		Dollars EU	1.640	1.860	1.800	1.860	1.970	2.140
		Autres monnaies étrangères	1.200	1.960	1.750	1.660	1.500	1.500
	Engagements	Monnaie nationale	390	410	360	390	420	510
		Dollars EU	1.500	1.900	1.640	1.580	1.640	1.980
		Autres monnaies étrangères	860	1.420	1.360	1.540	1.480	1.360
France	Avoirs	Monnaie nationale	18.200	23.180	21.460	25.060	25.350	24.430
		Dollars EU	60.210	71.740	70.180	71.660	73.080	87.690
		Autres monnaies étrangères	20.570	28.700	25.500	29.300	30.600	31.080
	Engagements	Monnaie nationale	5.700	6.610	7.340	8.690	9.420	8.610
		Dollars EU	53.160	61.100	58.460	62.530	66.250	81.450
		Autres monnaies étrangères	25.630	38.500	36.350	39.640	39.570	40.250
Irlande	Avoirs	Monnaie nationale . . . . .	.	.	.	100	130	140
		Dollars EU	400	360	280	380	390	540
		Autres monnaies étrangères	1.110	1.090	1.090	1.580	1.590	1.440
	Engagements	Monnaie nationale . . . . .	.	.	.	1.800	1.900	1.940
		Dollars EU	550	740	620	660	690	740
		Autres monnaies étrangères	1.260	1.260	1.400	2.390	2.430	2.450
Italie	Avoirs	Monnaie nationale	590	1.320	900	740	1.170	1.000
		Dollars EU	17.380	21.190	14.890	14.550	13.000	23.250
		Autres monnaies étrangères	4.780	7.130	6.160	6.900	6.190	6.440
	Engagements	Monnaie nationale	2.010	2.900	2.610	2.760	2.730	2.900
		Dollars EU	21.840	25.400	20.160	20.000	19.460	31.740
		Autres monnaies étrangères	5.960	9.850	10.010	10.900	10.480	11.880
Pays-Bas	Avoirs	Monnaie nationale	8.490	11.390	10.220	11.540	10.950	11.310
		Dollars EU	19.470	23.010	24.650	25.710	25.810	27.960
		Autres monnaies étrangères	17.090	21.470	21.150	23.780	23.950	22.850
	Engagements	Monnaie nationale	7.930	10.860	10.870	12.860	12.690	12.190
		Dollars EU	20.710	23.320	24.420	25.890	25.940	28.980
		Autres monnaies étrangères	14.840	21.260	21.460	23.360	23.790	23.420

Suite du tableau page 126

			1978	1979	1980			
			décembre	décembre	mars	juin	septembre	décembre
en millions de dollars EU								
Royaume-Uni	Avoirs	Monnaie nationale	14.740	15.490	15.930	18.530	20.480	22.670
		Dollars EU	156.910	211.760	228.280	237.080	241.010	262.790
		Autres monnaies étrangères	45.940	58.240	58.090	67.040	68.330	70.850
	Engagements	Monnaie nationale	11.950	19.230	19.760	24.180	26.360	27.630
		Dollars EU	167.250	219.990	239.220	250.810	253.260	276.990
		Autres monnaies étrangères	46.170	61.980	60.440	67.320	69.160	69.730
Suède	Avoirs	Monnaie nationale	860	1.030	1.010	1.070	1.250	1.200
		Dollars EU	2.160	2.950	3.030	3.610	3.830	4.330
		Autres monnaies étrangères	1.230	1.830	2.020	2.420	2.340	2.120
	Engagements	Monnaie nationale	700	900	880	960	1.000	1.000
		Dollars EU	2.790	4.620	5.270	5.820	6.020	6.850
		Autres monnaies étrangères	1.730	3.190	3.430	4.030	4.040	3.910
Suisse	Avoirs	Monnaie nationale	19.290	27.170	27.830	29.910	30.460	29.480
		Dollars EU	21.580	21.510	22.130	20.600	21.810	21.570
		Autres monnaies étrangères	9.830	10.390	9.250	10.250	9.130	8.500
	Engagements	Monnaie nationale	6.820	7.440	7.450	9.740	11.570	11.950
		Dollars EU	18.540	21.110	22.540	20.930	21.300	23.890
		Autres monnaies étrangères	8.330	9.670	8.840	9.520	8.550	7.900
Total pour les pays européens déclarants	Avoirs	Monnaie nationale	109.380	136.240	132.040	148.700 ¹	149.560	151.720
		Dollars EU	339.520	427.960	438.960	456.730	465.620	518.730
		Autres monnaies étrangères	162.450	211.770	204.220	234.750	234.710	232.510
	Engagements	Monnaie nationale	82.010	111.390	103.610	125.580 ¹	129.080	127.910
		Dollars EU	348.590	436.630	450.050	474.000	486.110	548.360
		Autres monnaies étrangères	162.220	229.200	225.990	254.490	255.760	252.140
Canada	Avoirs	Monnaie nationale	480	580	550	640	570	640
		Dollars EU	20.430	22.990	26.120	27.280	29.220	31.820
		Autres monnaies étrangères	1.460	2.030	2.280	2.580	3.130	3.020
	Engagements	Monnaie nationale	2.620	3.080	2.940	3.080	3.070	2.990
		Dollars EU	21.340	28.170	30.600	31.900	33.830	38.250
		Autres monnaies étrangères	1.010	1.560	1.860	2.190	2.500	2.360
Etats-Unis ²	Avoirs	Monnaie nationale	115.660	133.580	130.780	149.440	161.520	172.700
		Monnaies étrangères	3.510	2.440	2.810	3.000	3.110	4.210
	Engagements	Monnaie nationale	89.700	128.120	130.360	128.580	129.370	135.530
		Monnaies étrangères	2.350	1.870	1.820	2.240	2.580	2.670
Japon	Avoirs	Monnaie nationale	7.970	11.350	11.510	14.040	14.960	16.960
		Dollars EU	22.520	30.350	34.790	33.590	40.960	43.980
		Autres monnaies étrangères	3.200	3.730	3.460	3.700	4.190	4.730
	Engagements	Monnaie nationale	8.690	3.820	4.320	11.400	12.170	12.340
		Dollars EU	28.490	43.900	49.730	51.100	56.470	60.440
		Autres monnaies étrangères	1.830	2.770	3.720	5.210	6.510	7.440
Succursales offshore des banques américaines ³	Avoirs	Monnaies étrangères ⁴	106.520	127.840	129.890	131.510	140.370	142.120
	Engagements	Monnaies étrangères ⁴	107.480	128.840	131.510	133.530	142.320	144.140

¹ Comprend, pour la première fois, les positions extérieures des banques situées en Irlande. ² 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. ³ Succursales des banques américaines dans les centres offshore des Bahamas, des îles Caïmans, de Panama, de Hong Kong et de Singapour. ⁴ Y compris des montants négligeables en monnaie nationale.

Les avoirs et engagements en euro-deutsche marks ont progressé l'an dernier à un rythme relativement lent, et leur valeur en dollars a même fléchi, de sorte que leur part dans le total de l'encours en euro-monnaies est revenue de 19,5% à 16,4%. En revanche, les créances et engagements en euro-francs suisses se sont développés de plus de 40% (après élimination de l'incidence des variations de change), ce résultat étant imputable pour une bonne part à l'assouplissement des diverses restrictions appliquées par les autorités helvétiques aux entrées de capitaux, ce qui a contribué à rétablir les liens avec les marchés intérieurs du franc suisse. De même, le marché de l'euro-sterling a bénéficié de l'abolition antérieure du contrôle des changes au Royaume-Uni. Les engagements en euro-sterling (toujours après élimination de l'incidence des variations de change) se sont accrus de \$7,5 milliards l'an dernier, pour atteindre \$23,8 milliards, la majeure partie de ces fonds ayant eu leur origine au Royaume-Uni, y compris \$1,6 milliard de capitaux fourni par le secteur non bancaire.

Un trait marquant de l'évolution des engagements des banques européennes déclarantes a été la contraction accentuée, de \$32 milliards en 1979 à \$11,4 milliards (chiffres corrigés de l'incidence des variations de change) des nouveaux dépôts reçus des institutions monétaires officielles, en dépit de l'afflux considérable de fonds émanant des pays de l'OPEP. Là encore, il n'est pas prouvé que les facilités en euro-monnaies aient favorisé la spéculation sur les changes, étant donné que le ralentissement a également affecté les monnaies (et en particulier le dollar) qui se sont appréciées sur le marché, tandis que les dépôts en deutsche marks et en francs suisses ont continué de croître fortement.

En ce qui concerne le rôle des différentes places financières, les banques du Royaume-Uni sont, à elles seules, à l'origine de 53% de l'augmentation totale (corrigée des variations de change) des avoirs extérieurs en monnaies étrangères des banques européennes déclarantes, et leur part du marché s'est élargie de 42,2% à 44,4%. En termes de taux de croissance, l'expansion la plus rapide a été enregistrée par les banques de Belgique, avec 36%, tandis que les banques sises en Allemagne ont à peine accru leurs avoirs extérieurs en devises et que ceux des établissements opérant en Suisse ont marqué un certain fléchissement. Toutefois, en raison de la demande étrangère soutenue de crédits en deutsche marks et en francs suisses, les banques allemandes et helvétiques ont renforcé de près de \$10 milliards et \$5 milliards respectivement (après élimination de l'incidence des variations de change) leurs avoirs extérieurs en monnaie nationale. Par suite de la suppression du contrôle des changes au Royaume-Uni, les avoirs extérieurs en livres sterling des banques britanniques se sont également accrus très rapidement, de plus de \$6 milliards, soit 37%. L'abolition du contrôle des changes au Royaume-Uni a également eu pour conséquence de gonfler de près de \$3 milliards, soit de 25%, les engagements en devises des banques londoniennes vis-à-vis du secteur non bancaire britannique.

Pour ce qui est du rôle des banques européennes dans le financement des déficits de paiements, ce sont les banques italiennes qui, avec \$6,6 milliards, ont le plus développé leur position débitrice extérieure nette en devises étrangères, laquelle est passée à \$13,9 milliards, les ressources ainsi collectées ayant fait l'objet de prêts en devises aux résidents. Les banques situées en France et en Autriche ont également contracté un volume très substantiel d'emprunts extérieurs nets en monnaies

étrangères, mais leur position créditrice extérieure nette en monnaie nationale s'est parallèlement un peu renforcée. Après l'assouplissement des mesures de restriction sur les entrées de capitaux, les banques situées en Suisse ont vu leurs engagements extérieurs en francs suisses se développer de près de 80% l'an dernier, bien que la quasi-totalité de ces ressources ait été réexportée. Mais, comme ces banques ont été fortement emprunteuses nettes de fonds en devises, leur position créditrice extérieure nette globale a, contrairement à l'habitude, accusé un recul de \$2,9 milliards, ce qui, à n'en pas douter, a contribué à modérer la pression à la baisse du franc suisse sur le marché des changes. En revanche, les opérations effectuées l'an dernier par les banques sises en Allemagne semblent avoir aggravé les problèmes de balance des paiements de ce pays. Alors qu'en 1979 ces banques avaient importé un total net de \$10,5 milliards de fonds étrangers, elles ont exporté l'an dernier \$6,9 milliards. Au vu de cette situation, la Bundesbank a conclu avec les banques allemandes, en décembre, un accord de gré à gré en vertu duquel ces dernières s'engagent à limiter temporairement le volume de leurs prêts extérieurs à long terme en deutsche marks.

Si l'on considère finalement ce qu'il est convenu d'appeler la «dimension nette» du marché des euro-monnaies dans sa définition étroite (c'est-à-dire après élimination des duplications d'écritures, mais en tenant compte des fonds en monnaies étrangères utilisés par les banques à des fins de prêt à leur clientèle résidente), on peut estimer à \$100 milliards le volume des nouveaux fonds en monnaies étrangères acheminés par l'intermédiaire des banques européennes déclarantes, ce qui porte à \$575 milliards le total de l'encours de crédits à la fin de 1980. A taux de change constants à fin 1980, cet accroissement s'établit à environ \$115 milliards, soit quelque \$20 milliards de plus qu'en 1979.

Dans l'ensemble, la répartition géographique de ces nouveaux crédits n'a pas été très différente de celle du total des flux bancaires internationaux décrits ci-dessus aux pages 113-117. Les banques ont consacré approximativement \$55 milliards de ressources en euro-monnaies à des prêts au sein de la zone déclarante (montant corrigé, comme pour tous les autres chiffres cités dans le reste de cette section, de l'incidence des variations de change). Les créances sur le Japon, les Etats-Unis et le Canada ont enregistré au total une expansion de \$16 milliards, dont environ \$6,5 milliards ont été prêtés par l'intermédiaire des centres offshore. En dehors de cette zone déclarante élargie, le trait le plus marquant a été l'expansion de \$16,5 milliards des crédits accordés aux pays en développement non producteurs de pétrole. Comme les engagements envers ces pays ont peu progressé, la position créditrice nette en monnaies étrangères des banques européennes déclarantes à leur égard, qui était proche de zéro à la fin de 1978, s'est renforcée jusqu'à \$24,4 milliards. Les «autres pays développés» et l'Europe de l'Est ont bénéficié l'an dernier d'euro-crédits, à concurrence de \$12,5 milliards et de \$4 milliards respectivement.

Du côté des origines des ressources du marché, la contribution apportée par la zone européenne déclarante s'est élevée approximativement à \$45 milliards, soit \$10 milliards de moins que du côté des emplois. En outre, \$9 milliards de nouveaux fonds ont été fournis par les Etats-Unis, et il est probable que les \$16 milliards collectés par l'intermédiaire des centres offshore provenaient également en majeure partie de ce pays. Toutefois, en dehors de la zone européenne déclarante, l'élément le plus

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 ³	Centres financiers off-shore ⁴	Pays de l'OPEP ⁵	Autres pays en voie de développement	Non attribué ⁶	Total	
	Total ¹	dont secteur non bancaire ²										
en milliards de dollars EU												
Emplois												
1977	décembre . . .	110,4	77,3	21,3	18,7	30,8	25,7	43,9	15,7	30,3	3,2	300,0
1978	décembre I . . .	136,0	92,0	24,6	24,6	34,7	31,4	55,0	24,3	40,1	4,3	375,0
1979	décembre II . . .	139,5	94,5	24,6	24,6	34,7	31,4	55,0	24,3	40,1	2,8	377,0
	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
	septembre . . .	160,0	105,2	34,0	32,4	38,2	34,5	66,1	29,4	51,1	4,3	450,0
1980	décembre . . .	171,3	111,3	36,7	33,0	40,5	36,0	67,5	30,4	55,1	4,5	475,0
	mars	179,7	119,0	39,9	35,5	42,4	34,4	69,5	29,6	57,6	4,4	493,0
	juin	204,6	138,1	40,6	38,7	46,4	36,8	71,1	30,8	63,0	5,0	537,0
	septembre . . .	210,3	142,8	39,5	41,6	48,9	37,3	70,7	31,8	65,9	5,0	551,0
1980	décembre . . .	216,4	143,7	39,7	45,1	52,1	38,9	73,0	33,8	71,0	5,0	575,0
Origines												
1977	décembre . . .	117,3	56,0	25,4	8,4	18,8	7,0	33,4	54,5	29,6	5,6	300,0
1978	décembre I . . .	142,5	70,1	37,0	13,0	26,2	8,8	45,4	54,7	39,8	7,6	375,0
1979	décembre II . . .	144,5	70,1	37,0	13,0	26,2	8,8	45,4	54,7	39,8	7,6	377,0
	mars	150,5	73,1	36,4	13,3	26,0	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
	septembre . . .	167,5	87,0	50,0	15,2	30,9	10,4	49,0	73,2	46,3	7,5	450,0
1980	décembre . . .	174,0	93,0	50,5	15,2	31,7	13,0	52,8	81,0	47,8	9,0	475,0
	mars	183,0	101,0	51,0	17,8	29,4	10,4	54,2	89,7	46,0	11,5	493,0
	juin	202,0	113,3	57,0	18,3	30,9	10,4	59,9	96,2	48,7	13,6	537,0
	septembre . . .	200,5	112,4	54,5	20,1	33,4	11,0	64,0	106,0	47,7	13,8	551,0
1980	décembre . . .	211,0	124,3	59,7	22,1	33,5	12,8	68,0	109,8	46,6	11,5	575,0

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 était 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 monnaies 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 monnaies 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, îles Caïmans, Hong Kong, Liban, Libéria, Panama, Singapour, Vanuatu (ex Nouvelles-Hébrides), autres Antilles britanniques. ⁵ Comprend en outre Bahreïn, Brunei, Oman, Trinidad et Tobago. ⁶ Y compris les positions à l'égard des institutions internationales autres que la BRI.

important a été l'accroissement de \$30,5 milliards des dépôts de l'OPEP, ce qui fait que la position débitrice nette des banques envers ce groupe a progressé de \$76 milliards, soit de près de 250% par rapport à son niveau de fin 1978.

Evolution sur les autres marchés

Les avoirs extérieurs des banques sises aux Etats-Unis ont enregistré l'an dernier une progression de \$41 milliards, soit plus du double de l'expansion notée en 1979, tandis que les engagements extérieurs ne se sont accrus que dans des proportions

relativement modestes. Cet accroissement des avoirs est intervenu pour la quasi-totalité au printemps et au début de l'été, alors que la situation monétaire aux Etats-Unis était caractérisée par une aisance relative; ce qui frappe, en revanche, c'est que des sorties importantes de fonds se sont également produites au cours des derniers mois de l'année, lorsque les taux d'intérêt américains ont atteint de nouveaux records et que le dollar a fait preuve d'une très grande fermeté.

En ce qui concerne la répartition géographique de ces nouveaux prêts accordés à l'étranger, le fait saillant a été la vive expansion (+\$12,3 milliards, soit 34%) des créances sur les pays en développement non producteurs de pétrole; ces pays semblent avoir bénéficié en outre, pour une part importante, des \$17,6 milliards de nouveaux prêts apparaissant comme créances sur les centres offshore. En même temps, le flux des nouveaux dépôts en provenance des pays en voie de développement s'est pratiquement tari. Les créances sur les pays exportateurs de pétrole se sont accrues de \$1,4 milliard seulement, après avoir faiblement diminué en 1979 mais, fait plus important, les pays de l'OPEP ont réduit de \$0,7 milliard leurs dépôts bancaires aux Etats-Unis alors qu'ils avaient effectué \$5 milliards d'apports en 1979.

La principale activité des succursales des banques américaines dans les centres offshore a consisté, l'an dernier, à canaliser les fonds en provenance des Etats-Unis, et leurs engagements vis-à-vis de ce pays se sont gonflés de \$22 milliards, soit de plus de 50%. Une part considérable de ces fonds n'a toutefois pas été utilisée à des fins de prêts à l'étranger, mais s'est substituée à d'autres sources de financement. Le tiers de l'accroissement des engagements des succursales envers les Etats-Unis a pris la forme de dépôts reçus du secteur non bancaire de ce pays. Les nouvelles créances se sont élevées à \$14,5 milliards, dont \$5,1 milliards sur les pays en développement non producteurs de pétrole et \$7,5 milliards vis-à-vis du Royaume-Uni.

De toutes les banques déclarantes, ce sont celles du Japon qui ont enregistré la plus forte expansion de leur position extérieure l'an dernier. A taux de change constants, les avoirs extérieurs se sont accrus de \$18,5 milliards, pour atteindre \$65,7 milliards, tandis que les engagements marquaient une progression encore plus accentuée de \$29,3 milliards, soit de près de 60%. L'accroissement de \$10,8 milliards enregistré de ce fait par la position débitrice extérieure nette des banques, et qui s'est produit en totalité au premier semestre, s'explique par l'effet combiné de deux facteurs: d'une part, les restrictions officielles à la participation des banques aux marchés internationaux du crédit et d'autre part, l'adoption, en mars 1980, d'une série de mesures de soutien du yen, qui comprenaient notamment un allègement des restrictions sur le rapatriement, par les banques japonaises, d'euro-dépôts auprès de leurs succursales à l'étranger et l'exonération des autorités monétaires étrangères du plafonnement de la rémunération de leurs dépôts en yens libres. Cette dernière décision a provoqué d'importantes entrées de capitaux pétroliers et, au deuxième trimestre, les dépôts en yens libres se sont renforcés de \$6,4 milliards, soit de 130%. Au second semestre, le fléchissement des taux d'intérêt à court terme sur le marché interne par rapport aux rendements à long terme a entraîné un brusque ralentissement dans la constitution, par les non-résidents, de dépôts en yens libres, tandis que les restrictions aux activités de prêt à l'étranger des banques japonaises étaient assouplies et que ces dernières devenaient exportatrices nettes de fonds.

Les marchés des obligations internationales

L'évolution irrégulière et la hausse parfois brutale des taux d'intérêt en dollars, l'instabilité des courbes de rendement ainsi que les incertitudes à l'égard des taux de change ont engendré des perturbations sur les marchés des obligations pendant la plus grande partie de 1980 et au début de 1981. Ce sont les émissions d'obligations étrangères sur les marchés nationaux qui ont surtout été touchées; elles ont en effet fléchi de \$4,2 milliards, pour s'établir à \$15,8 milliards, alors que le volume des émissions d'euro-obligations s'est accru de \$4,7 milliards, pour atteindre \$22,5 milliards. En conséquence, la valeur totale, en dollars courants, des émissions d'obligations internationales a été, avec \$38,3 milliards, légèrement supérieure à celle de 1979; cependant, si l'on tient compte de l'inflation, on constate une certaine contraction.

Emissions d'obligations internationales¹

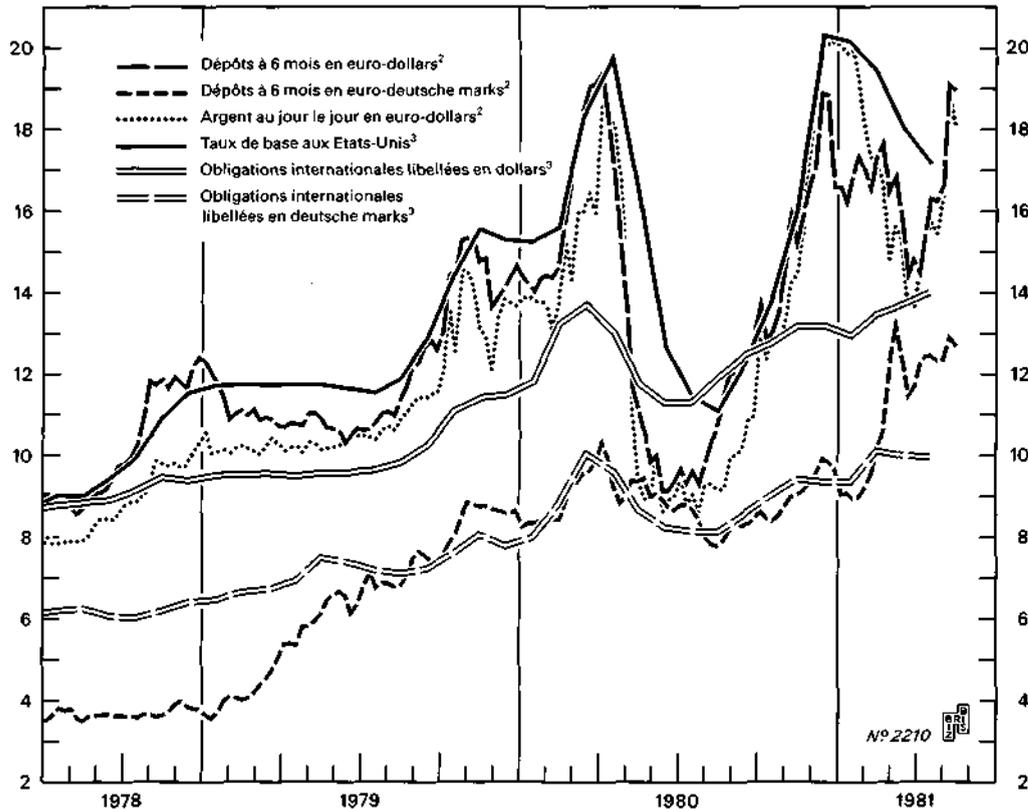
Pays ou zone d'origine des emprunteurs	Années	Euro-émissions				Emissions étrangères			
		Total	dont:			Total	dont:		
			dollars EU	deutsche marks	placements privés		aux Etats-Unis	en Suisse	placements privés
en millions de dollars EU									
Europe occidentale . . .	1978	5.410	2.440	2.240	1.310	6.260	1.640	2.690	1.980
	1979	7.160	3.740	2.030	1.340	5.780	960	4.160	2.560
	1980	9.900	4.640	2.430	1.580	5.020	490	3.330	1.540
	1981/I	1.540	760	—	—	1.440	100	960	—
Canada	1978	830	470	360	380	3.930	3.270	230	990
	1979	1.410	830	30	30	2.720	2.070	510	570
	1980	1.380	1.050	60	—	1.460	1.220	160	320
	1981/I	740	660	—	—	690	500	180	—
Etats-Unis	1978	1.290	970	230	200	370	—	220	150
	1979	2.570	2.470	50	130	160	—	60	—
	1980	4.310	3.900	120	260	200	—	200	120
	1981/I	1.290	1.190	—	—	220	—	220	—
Autres pays développés ² . .	1978	2.550	920	1.590	400	2.930	410	1.870	2.080
	1979	1.780	780	960	330	3.940	80	3.500	3.200
	1980	2.410	1.220	950	350	2.470	—	2.230	1.830
	1981/I	330	300	—	—	770	—	640	—
Reste du monde ³ . . .	1978	2.990	1.080	1.290	750	2.200	440	540	830
	1979	1.830	1.320	410	210	1.410	240	300	330
	1980	1.290	780	390	—	750	380	140	100
	1981/I	310	270	—	—	240	140	—	—
Organismes internationaux	1978	2.870	1.810	820	1.230	5.850	600	2.000	3.070
	1979	3.050	1.470	1.170	1.230	5.960	1.250	990	3.060
	1980	3.220	2.070	300	1.050	5.850	550	1.380	2.830
	1981/I	380	240	—	—	740	—	190	—
Total des émissions placées	1978	15.940	7.690	6.530	4.270	21.540	6.360	7.550	9.100
	1979	17.800	10.610	4.650	3.270	19.970	4.600	9.520	9.720
	1980	22.510	13.660	4.250	3.240	15.750	2.640	7.440	6.740
	1981/I	4.590	3.420	—	210	4.100	740	2.190	1.340

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.

L'évolution relativement soutenue du marché des euro-obligations, en particulier dans le compartiment du dollar, est attribuable à sa plus grande souplesse et à ses meilleures possibilités d'adaptation à l'évolution rapide de la situation. Le caractère innovateur du marché et la gamme étendue des techniques et options qu'il offre ont également contribué à en renforcer l'attrait. Les «notes» à taux flottant, qui ont représenté 30% du total des émissions en dollars, ont été généralement bien accueillies, comme on pouvait s'y attendre en période de grande incertitude concernant l'évolution future des taux d'intérêt. Les émissions d'obligations convertibles, dont le montant a atteint 15% du total en dollars, ont été favorisées par la vigueur des marchés américains et japonais des valeurs à revenu variable, la quasi-totalité de ces titres étant émise par les entreprises de ces deux pays. Enfin, le marché a bénéficié de la participation accrue d'investisseurs institutionnels et de la concurrence intense à laquelle se sont livrées les maisons d'émission, ce qui a contribué à réduire l'importance des charges.

Les nouveaux emprunts obligataires en dollars ont, en outre, profité de la fermeté de cette monnaie sur les marchés des changes; de ce fait, leur part dans le total des émissions est demeurée inchangée, à 60% environ. Les considérations de taux de change et l'attrait des taux d'intérêt ont exercé une influence stimulante sur certains

Taux des dépôts en euro-monnaies, taux débiteur de base aux Etats-Unis et rendements des obligations en dollars EU et en deutsche marks sur les marchés internationaux¹



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

compartiments moins importants du marché des euro-obligations. Tel fut le cas, par exemple, des émissions en livres sterling, francs français et florins néerlandais dont la part du marché a été portée, pour l'ensemble de ces monnaies, de 6% en 1979 à 14% l'an passé. En revanche, la part du deutsche mark s'est très sensiblement réduite, passant de 26 à 19%.

Le dynamisme du compartiment des obligations en euro-dollars s'est même étendu aux émissions classiques à taux fixe, qui ont progressé de \$2,5 milliards, pour atteindre environ \$7,5 milliards. Toutefois, plus de 60% de ce total a été émis pendant le seul deuxième trimestre, lorsque la courbe des rendements a repris temporairement sa pente ascendante normale, tandis qu'à d'autres moments l'activité dans le domaine des nouvelles émissions a été pratiquement nulle. Ce fut le cas en février-mars et en novembre-décembre, quand l'écart de rendement entre les obligations en euro-dollars et les dépôts en euro-dollars à six mois est monté au-delà de 6%, malgré la progression relativement forte des rendements des obligations eux-mêmes. C'est ainsi que le rendement des obligations en dollars, qui s'établissait à près de 11,5% au début de l'année, s'est inscrit à 14% en mars, pour retomber à son niveau le plus bas de 10,5% vers le milieu de l'année et remonter ensuite régulièrement au second semestre, pour se situer, fin décembre, aux alentours de 12,5%.

Les investisseurs ont manifesté moins d'intérêt pour les obligations en deutsche marks, en raison des taux de rendement sensiblement inférieurs à ceux des obligations en dollars, ainsi que des perspectives d'évolution plus incertaines du deutsche mark sur le marché des changes. De ce fait, le volume des émissions en euro-deutsche marks a été, avec \$4,3 milliards, le plus faible depuis quatre ans. Malgré la situation économique différente en Allemagne et aux Etats-Unis, l'évolution des rendements des obligations en deutsche marks a suivi d'assez près celle des rendements des obligations en dollars; l'activité d'émission a été la plus intense vers le milieu de l'année, lorsque le deutsche mark s'est montré relativement vigoureux sur le marché des changes et que la courbe des rendements est devenue temporairement positive.

La ventilation par monnaie des émissions d'obligations étrangères a été fort différente de celle du marché des euro-obligations. Le seul compartiment important qui ait enregistré une expansion a été celui des émissions libellées en deutsche marks sur le marché allemand, tandis que les emprunts étrangers lancés en Suisse, aux Etats-Unis et au Japon se sont tous fortement contractés. En Suisse, leur volume a fléchi de \$2,1 milliards, pour s'établir au niveau néanmoins très élevé de \$7,4 milliards, la faiblesse relative des rendements et les perspectives d'évolution plus incertaines du franc suisse sur le marché des changes ayant constitué les raisons essentielles du moindre intérêt des investisseurs. Une contraction bien plus forte en valeur relative, qui a ramené le volume des émissions étrangères de \$4,6 milliards en 1979 à \$2,6 milliards l'an dernier, s'est produite aux Etats-Unis, où les facteurs décrits ci-dessus ne se sont pas manifestés. Dans ce cas, c'est plutôt le désordre régnant sur le marché interne et la concurrence du marché des obligations en euro-dollars, sur lequel le coût des emprunts a parfois été sensiblement moindre, qui permettent d'expliquer en partie la réduction du total des émissions. Les émissions étrangères en yens au Japon ont fléchi de \$3,1 milliards à \$1,6 milliard. Le volume des émissions en deutsche marks en Allemagne est passé de \$1,8 milliard à \$3,5 milliards, grâce notamment à d'importants emprunts effectués par les institutions internationales.

Plus encore qu'au cours des années précédentes, le marché des obligations internationales a été dominé, en 1980, par les emprunteurs des pays industrialisés. La part des pays développés dans le total des émissions a été portée de 68% à 71% et, si l'on inclut les organismes internationaux ayant leur siège en Europe, le monde industrialisé s'est octroyé plus de 80% de l'ensemble des fonds collectés. La part des pays en développement non producteurs de pétrole est tombée de 7,3% à 4,7%, mais celle des institutions internationales de développement a été, avec 14%, légèrement supérieure au chiffre de l'année précédente. Au sein des pays industrialisés, ce sont les entreprises américaines qui ont, de loin, constitué le groupe d'emprunteurs le plus important, en collectant un montant de \$4,5 milliards, soit \$1,8 milliard de plus qu'en 1979. La Suède, l'Autriche, l'Italie et le Royaume-Uni ont également développé considérablement leurs appels au marché des obligations internationales. En revanche, les émetteurs japonais et canadiens, qui avaient été de loin les plus gros emprunteurs en 1979, ont réduit leurs émissions à \$3,7 milliards et \$2,8 milliards respectivement.

Au cours des premiers mois de 1981, la situation des marchés des obligations internationales a présenté une très grande analogie avec celle de 1980: taux d'intérêt à court terme élevés et instables et profondes incertitudes à l'égard de l'évolution des cours de change. Par moments, les émissions en dollars à taux fixe ont pratiquement cessé. En outre, à la suite d'une décision prise en décembre 1980 par le sous-comité du marché allemand des capitaux, le compartiment des émissions en deutsche marks a été quasiment fermé jusqu'à la mi-avril à tous les emprunteurs étrangers autres que les institutions internationales. En conséquence, le volume global des émissions internationales a été, avec \$8,7 milliards, légèrement inférieur à la moyenne trimestrielle de 1980.

VII. LA SCÈNE MONÉTAIRE INTERNATIONALE

Ce chapitre décrit les événements qui se sont succédé sur la scène monétaire internationale en 1980 et au cours des premiers mois de 1981. La première section traite de l'évolution des taux de change, essentiellement caractérisée par la fermeté du dollar, du yen et de la livre sterling, la faiblesse des monnaies des pays d'Europe continentale, notamment du deutsche mark, et l'accroissement très prononcé de l'instabilité des taux de change. Sauf dans le cas du yen, les fluctuations des cours des principales monnaies n'ont pas été liées aux écarts de taux d'inflation, et les pays à forte inflation ont vu leurs monnaies s'apprécier alors que celles des économies relativement peu inflationnistes se dépréciaient. La deuxième section examine les raisons de cette évolution et analyse les changements qui en ont résulté dans les positions concurrentielles internationales. La troisième section traite de la situation sur le marché de l'or, avec notamment la régression considérable de l'absorption à des fins non monétaires et les variations particulièrement accentuées des cours. La quatrième section décrit l'évolution des réserves et de la liquidité internationale l'année dernière, au cours de laquelle la nouvelle progression des réserves globales s'est accompagnée d'une réduction générale du volume des réserves disponibles par rapport aux besoins dans les diverses zones importatrices de pétrole.

Evolution des taux de change

La période sous revue a été caractérisée, d'une part, par des changements importants dans la situation de certaines grandes monnaies et dans l'opinion du marché à leur égard et, de l'autre, par une instabilité inhabituelle des cours de change. Le dollar, le yen et la livre sterling se sont fortement appréciés, tandis que les monnaies des pays d'Europe continentale connaissaient des accès répétés de faiblesse. Ces mouvements ont été associés, dans une large mesure, à la nouvelle répartition des déséquilibres des paiements courants, qui se sont portés des pays à forte inflation vers ceux où la hausse des prix était relativement faible. Les répercussions sur le marché des changes de cette nouvelle situation des paiements ont été amplifiées par l'incidence de la politique monétaire des Etats-Unis, qui a engendré parfois des écarts de taux d'intérêt à court terme de plus de 10% en faveur de la monnaie américaine, ainsi qu'une instabilité sans précédent des taux d'intérêt en dollars. Dans ces conditions, les interventions massives des autorités n'ont pas permis d'éviter d'amples fluctuations des cours de change bilatéraux. La seule exception a été le mécanisme des taux fixes du SME, au sein duquel la stabilité qui a régné en 1980 a été due pour beaucoup à la faiblesse du deutsche mark. Mais le redressement de cette monnaie au sein du système, à partir de la mi-février 1981, a été rapidement suivi d'un ajustement en baisse du cours-pivot de la lire et d'un renforcement des pressions sur le franc belge, cependant que le franc français s'affaiblissait sensiblement après les élections présidentielles de mai.

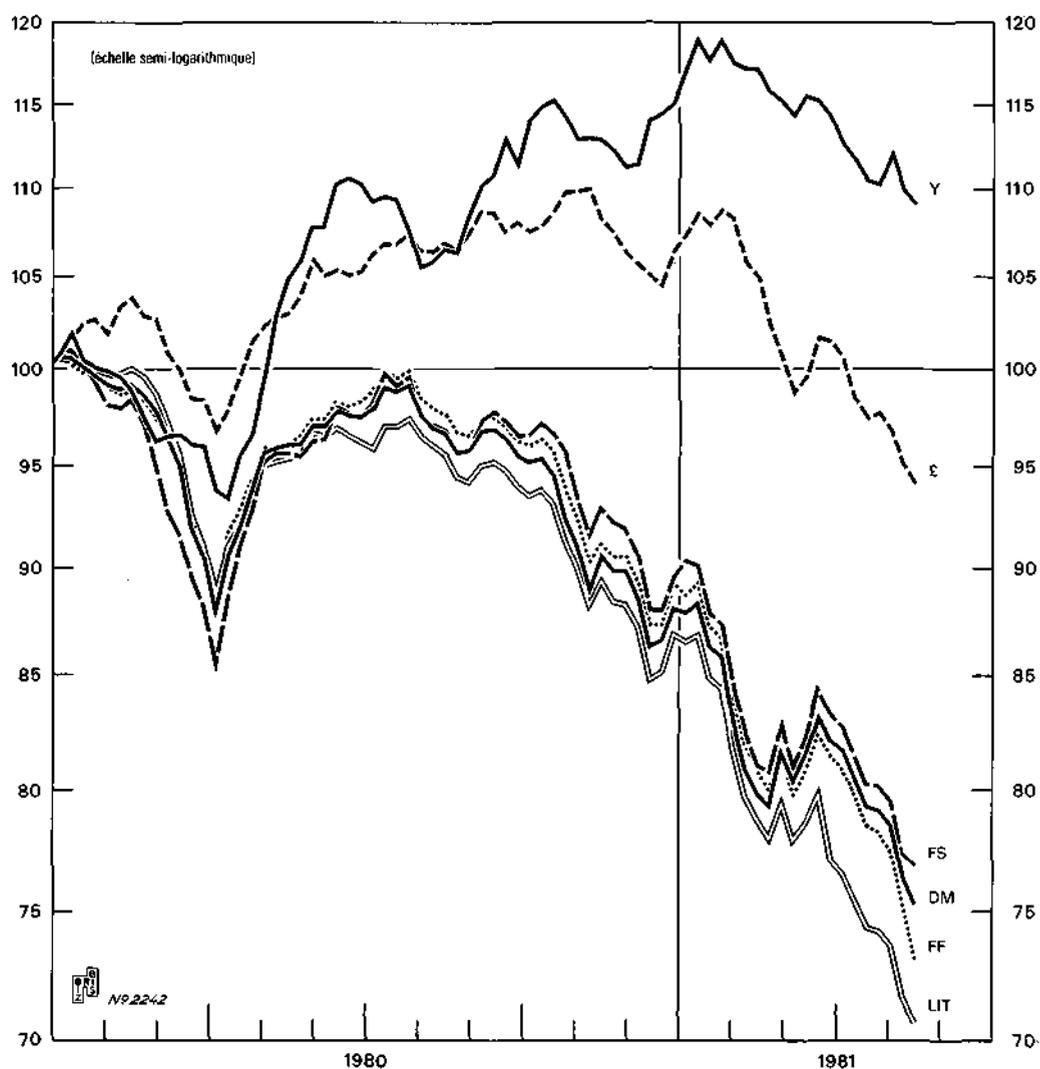
Au cours du premier trimestre de 1980, la situation sur le marché des changes a été dominée par le raffermissement du dollar EU, en particulier après la mi-mars, lorsque l'annonce, par les autorités américaines, d'un vaste train de mesures restrictives dans les domaines de la monnaie et du crédit fut suivie d'une vive progression des taux

d'intérêt aux Etats-Unis. Début avril 1980, le cours de change effectif du dollar avait gagné 10½% par rapport au niveau auquel il se situait trois mois auparavant. C'est à l'égard des monnaies d'Europe continentale que le redressement du dollar a été le plus prononcé. L'écart des taux d'intérêt à trois mois en faveur du dollar atteignit, début avril, 9½% vis-à-vis du deutsche mark et près de 13% par rapport au franc suisse, et la hausse cumulée de la monnaie américaine depuis le commencement de janvier s'établissait à 16% vis-à-vis du deutsche mark (son cours ayant progressé de DM 1,71 à DM 1,98) et à 19% par rapport au franc suisse.

Si importantes qu'aient été les variations des écarts de taux d'intérêt sur le plan international, elles n'ont pas constitué la seule cause de la hausse du dollar. La

Taux de change bilatéraux:
indice des cours au comptant d'un certain nombre de monnaies par rapport au dollar EU,
1980-81

Moyennes hebdomadaires, fin décembre 1979 = 100



nouvelle technique de régulation monétaire adoptée par les autorités américaines, en octobre 1979, renforça la confiance du marché des changes dans la détermination des autorités américaines de maîtriser l'inflation et amena les agents économiques à réviser leur jugement à l'égard du dollar. L'illustration en est fournie par le comportement du yen, qui perdit plus de 10% par rapport au dollar pendant le premier trimestre de 1980, malgré un certain resserrement de l'écart des taux d'intérêt à court terme en faveur de la monnaie américaine.

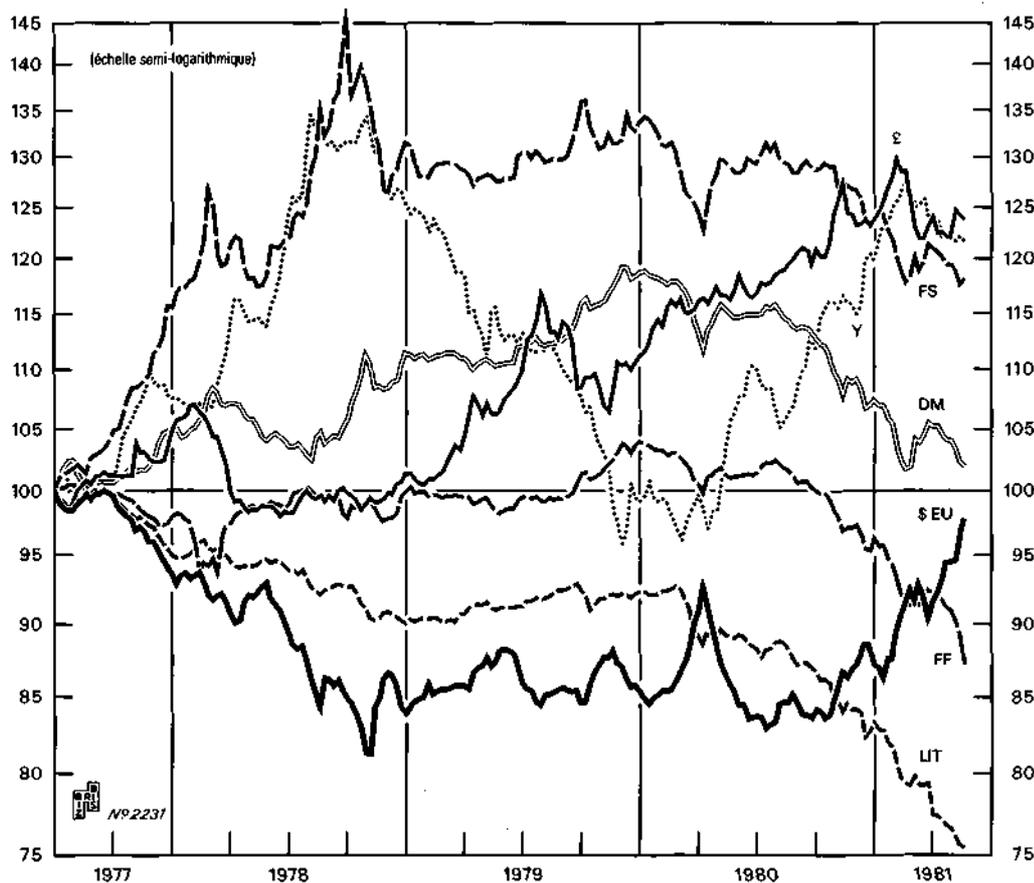
Au cours des six dernières semaines de 1979, la livre sterling s'était montrée extrêmement ferme et elle poursuivit son redressement durant les sept premières semaines de 1980. En dépit de l'incidence exercée ultérieurement par la hausse du dollar EU, elle continua à s'apprécier par rapport aux autres monnaies européennes. Début avril 1980, époque à laquelle le dollar atteignit son niveau record, elle accusait, par rapport à son cours de début janvier, une perte d'environ 4% vis-à-vis du dollar, mais un gain de 10½% à l'égard du deutsche mark.

En vue d'atténuer les fluctuations rapides des cours de change à partir de la mi-février 1980, les autorités monétaires des pays dont la monnaie subissait des pressions à la baisse intervinrent massivement sur les marchés des changes et eurent recours à un ensemble de mesures visant à resserrer les conditions d'accès au crédit interne ou à influencer directement les flux de paiements internationaux. Le taux d'escompte officiel fut relevé dans un certain nombre de pays. En outre, les restrictions administratives sur les entrées de capitaux furent assouplies, notamment dans des pays comme l'Allemagne, le Japon et la Suisse, qui avaient adopté antérieurement de telles mesures restrictives pour s'opposer à l'extension de la demande internationale de leur monnaie, et dont l'excédent des opérations courantes enregistré précédemment cédait maintenant la place à un déficit ou, tout au moins, se réduisait sensiblement.

Le mouvement de hausse marquée du dollar EU s'inversa brusquement en avril, lorsque les taux d'intérêt américains commencèrent à reculer encore plus rapidement qu'ils avaient monté auparavant. De ce fait, les taux d'intérêt à court terme des placements en dollars retrouvèrent des niveaux correspondant à ceux des investissements en deutsche marks; d'ailleurs, entre fin mai et la mi-juillet 1980, l'écart des taux fut parfois favorable au deutsche mark. Fin mai, le taux de change effectif du dollar avait perdu 10% par rapport à son niveau record d'avril.

L'ampleur du redressement des autres monnaies n'a pas été uniforme. Début juillet, le deutsche mark était coté DM 1,73 par rapport au dollar, soit légèrement au-dessous de son niveau du début janvier. Il en a été de même pour les autres monnaies du SME (à l'exception de la lire) et pour le franc suisse. En revanche, la livre sterling et le yen ont regagné, et au-delà, le terrain perdu précédemment. Le yen, en particulier, s'est apprécié de 21% entre le début d'avril et la mi-juin, époque à laquelle son cours par rapport au dollar, à Y 215,5, était supérieur de 11% à son niveau de fin 1979. Vis-à-vis des monnaies européennes, l'appréciation du yen entre janvier et la mi-juin 1980 a été légèrement plus forte, pour atteindre 13% et 14½% respectivement par rapport au deutsche mark et au franc suisse. Le raffermissement de la livre a été moins spectaculaire; début juillet, son cours vis-à-vis du dollar s'établissait à \$2,38, soit une progression de 7% environ par rapport à son niveau de fin 1979.

Taux de change effectifs, 1977-81
Moyennes hebdomadaires, fin juin 1977 = 100



Un certain nombre de facteurs ont influencé favorablement le yen et la livre. Dans le cas du yen, il faut notamment signaler un taux d'inflation interne relativement faible, les premiers indices d'une réduction du déficit de la balance des paiements courants, l'assouplissement des restrictions sur les entrées de capitaux et l'orientation plus rigoureuse de la politique monétaire. Au Royaume-Uni, par contre, le taux d'inflation est resté élevé malgré le tassement de l'activité économique; pourtant, les investisseurs internationaux continuaient à considérer la livre comme un instrument attrayant pour se couvrir contre de nouvelles augmentations du prix du pétrole. D'autre part, l'écart favorable des taux d'intérêt britanniques s'est de nouveau fortement creusé, par suite du fléchissement du loyer de l'argent aux Etats-Unis au deuxième trimestre.

Etant donné que les taux d'intérêt américains avaient dépassé leur point inférieur d'inflexion, le cours de change du dollar se stabilisa dans le courant de juillet. En fait, vers la fin du même mois, il reprit une fois de plus son ascension par rapport aux monnaies du continent européen. La deuxième semaine d'octobre, il se situait à près de 5½% au-dessus de son minimum de la mi-juillet vis-à-vis du deutsche mark, bien que, sur la base pondérée, son niveau fût à peine plus élevé que trois mois auparavant.

Après la mi-octobre, le redressement du dollar s'accéléra fortement en dépit d'interventions substantielles des autorités américaines sur le marché des changes. A la mi-décembre, comme les taux d'intérêt à court terme atteignaient de nouveaux records de hausse aux Etats-Unis, l'écart en faveur du dollar s'établit à 11½% vis-à-vis du deutsche mark et à près de 15% à l'égard du franc suisse. Le 11 décembre, le dollar était coté DM 2,025, soit 19% environ au-dessus de son niveau du début de l'année et 2½% de plus que le maximum d'avril 1980. Sur la base pondérée, il avait gagné près de 8% depuis le début de juillet, mais il restait inférieur de 4½% à ce maximum.

Le yen, après un mouvement de baisse consécutif à sa vive progression du printemps 1980, s'est de nouveau raffermi en août. Début octobre, sous l'effet de l'amélioration de la balance des opérations courantes et d'entrées massives de capitaux, il cotait Y 207 pour un dollar, soit 10% de plus qu'au début d'août. Par la suite, la forte remontée des taux d'intérêt aux Etats-Unis et la crainte des répercussions du conflit Iran/Iraq sur l'économie japonaise ont quelque peu affecté le yen. Début décembre, cependant, le cours de la monnaie nipponne recommença à monter, plusieurs jours avant que les taux d'intérêt n'atteignent leurs nouveaux records aux Etats-Unis. A la fin de l'année, le yen était remonté au-dessus de son niveau du début d'octobre et, au commencement de janvier 1981, son cours à l'égard du dollar se tenait aux environs de Y 200, soit à quelque 17% de plus qu'un an auparavant. Pour la même période, l'appréciation du yen ressortait à 35% par rapport au deutsche mark, et à 23% sur la base pondérée.

La livre sterling a suivi une voie médiane entre le yen et les monnaies d'Europe continentale. Pendant le deuxième semestre, elle s'est encore appréciée (+6%), sur la base pondérée, mais, dans l'ensemble, elle n'a plus guère progressé par rapport au dollar. Il s'agit là cependant, en un certain sens, d'un résultat remarquable, étant donné que l'écart très favorable des taux d'intérêt en livres sterling au deuxième trimestre par rapport à ceux du dollar EU s'est progressivement réduit, pour s'inverser en novembre 1980. Entre fin juin et début novembre, la livre s'est appréciée de \$2,34 environ à \$2,45 vis-à-vis du dollar, puis elle retomba à \$2,30 vers la mi-décembre, avant de se redresser au-dessus de \$2,40 en janvier 1981.

La détente des taux d'intérêt aux Etats-Unis après la mi-décembre 1980 ne freina que pour un temps la hausse du dollar. A partir de la mi-janvier 1981, il reprit sa vive ascension, malgré les interventions massives des autorités monétaires américaines et européennes. Il s'apprécia de nouveau fortement vis-à-vis du deutsche mark, puisque son cours au comptant gagna 16½% entre le début de janvier et la mi-février, pour s'établir à DM 2,25, en dépit d'un certain rétrécissement de l'écart des taux d'intérêt. L'opinion du marché paraît avoir été influencée par l'attitude nettement anti-inflationniste de la nouvelle Administration américaine et les incertitudes sur la situation en Pologne. Par rapport au franc suisse, le dollar se raffermi encore plus rapidement du début janvier à la mi-février, son cours grimpant de 17½%, pour approcher FS 2,06, tandis que la hausse du dollar, sur la base pondérée, se chiffrait à 10% environ.

Au cours de la seconde moitié de février 1981, le recul des taux d'intérêt aux Etats-Unis, conjugué à l'incidence du resserrement sensible de la politique monétaire en Allemagne et de la levée des dernières restrictions sur les achats d'obligations

allemandes par les non-résidents, entraîna un renversement momentané des tendances sur le marché des changes, qui fit baisser le cours en deutsche marks du dollar au niveau minimum de DM 2,05, le 19 mars. Mais, début avril, les taux d'intérêt se remirent à monter assez rapidement aux Etats-Unis et, avec eux, le dollar. Début mai, son cours en deutsche marks dépassait son niveau record de la mi-février; puis, sa hausse s'est amplifiée dans le sillage des élections présidentielles en France et, le 14 mai, il était coté DM 2,31, soit 18% au-dessus de son niveau de fin 1980. Depuis le début de l'année 1981, c'était la troisième fois que le dollar accusait des variations importantes par rapport au deutsche mark (et aux autres monnaies d'Europe continentale). Sur la base pondérée, il s'est apprécié de 13½% durant les quatre premiers mois et demi de l'année, et le deutsche mark s'est déprécié de 5%, ce qui porte à quelque 15% le fléchissement cumulé de la monnaie allemande par rapport à son niveau record enregistré vers la fin de 1979.

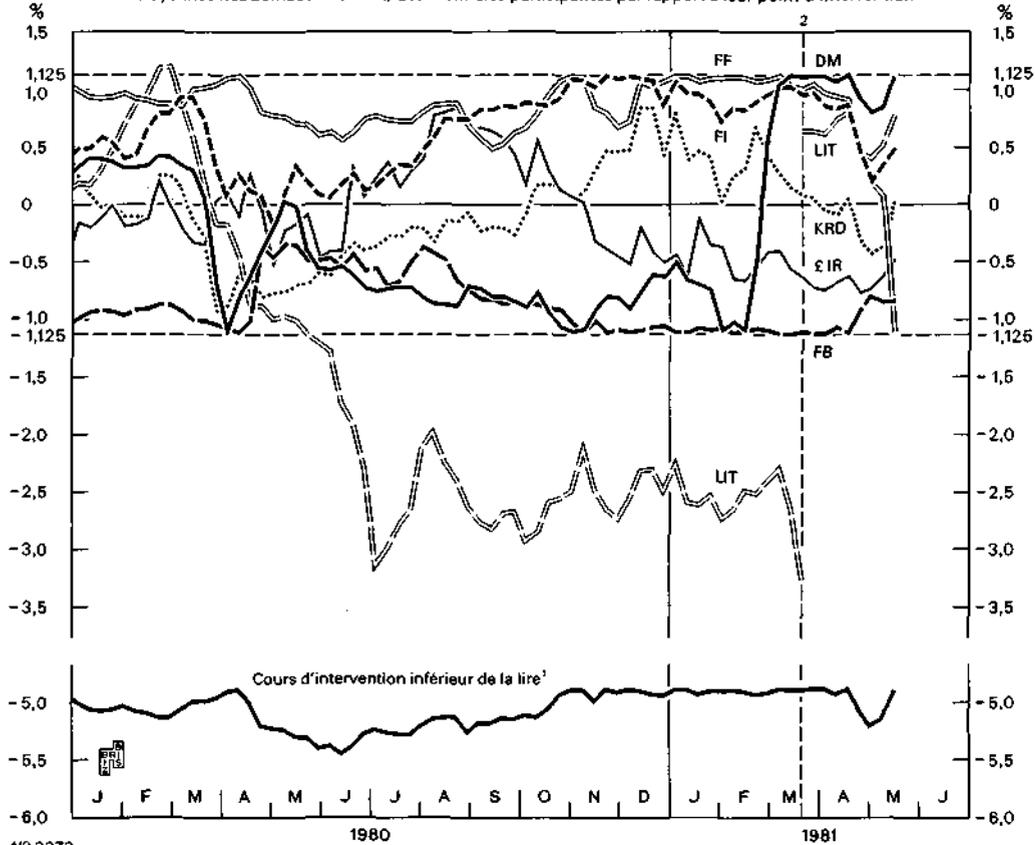
Au début de 1981, la faiblesse qui a affecté les monnaies d'Europe continentale vis-à-vis du dollar n'a pas épargné non plus la livre sterling. Paradoxalement, cela s'est produit alors que des indices de plus en plus nombreux montraient que la politique économique interne du Royaume-Uni était finalement parvenue à réduire sensiblement le rythme d'inflation interne. On était cependant de plus en plus conscient de l'incidence du taux de change élevé de la livre sur l'économie britannique; aussi, en mars, le taux minimum d'avances de la Banque d'Angleterre fut-il ramené de 14% à 12%. Fin janvier 1981, la livre se mit à fléchir brutalement à l'égard du dollar et, début mars, elle avait reperdu tout le terrain gagné en 1980, pour se retrouver aux environs de \$2,18. Vers la mi-mars, la monnaie britannique se redressa, pour retomber, à la mi-mai, aux alentours de \$2,07, soit sept points au-dessous de son niveau de fin 1979. Toutefois, sur la base pondérée, la livre se tenait encore, à la mi-mai, à quelque 9% au-dessus de son niveau de fin 1979, grâce à son appréciation, tout au long de cette période, par rapport aux autres monnaies européennes.

Le yen, par contre, est resté relativement ferme par rapport au dollar au début de 1981; d'ailleurs, du début de janvier à la mi-février, son cours au comptant n'a fléchi que de 4%, pour s'établir à environ Y 207,5. La poursuite, en mars, du mouvement de baisse des taux d'intérêt internes, et notamment du taux officiel d'escompte, n'a guère eu de répercussions immédiates sur le cours de change, ne serait-ce que parce que cette évolution a coïncidé avec la détente des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Cependant, la nouvelle flambée de ces derniers à partir du début d'avril 1981 a fait fléchir le cours du yen par rapport au dollar à Y 222 à la mi-mai, soit 10% en deçà de son niveau record de janvier. Sur la base pondérée, la dépréciation du yen s'est élevée à environ 1½% entre le début de janvier et la mi-mai 1981.

L'évolution au sein du mécanisme de change du *Système monétaire européen* en 1980 et au début de 1981 a fortement contrasté avec l'instabilité des cours de change sur les autres marchés. Certes, quelques monnaies, notamment le franc belge et le deutsche mark, ont été parfois soumises à de vives pressions, qui ont nécessité des interventions massives de la part des autorités, mais la deuxième année d'existence du système s'est achevée à la mi-mars 1981 sans avoir connu de crise sérieuse et sans qu'il y ait eu besoin de procéder à des ajustements des cours-pivots des monnaies participantes. Cette stabilité relative n'a cependant pas été due à une amélioration des situations fondamentales respectives — il n'y a pas eu, en particulier, convergence des taux

Taux de change au comptant dans le mécanisme de change du SME, 1980-81

Moyennes hebdomadaires, en %, des monnaies participantes 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 2½%; la ligne inférieure dans le graphique représente la position minimum que la lire peut occuper. ² La lire a été dévaluée de 6% vis-à-vis de toutes les autres monnaies participantes, avec effet au 23 mars 1981.

d'inflation des pays membres – elle s'explique plutôt par la faiblesse du deutsche mark. Le 9 mars 1981, la monnaie allemande redevint la plus forte du système et, peu de temps après, le cours-pivot de la lire fut ajusté en baisse de 6% et les pressions sur le franc belge s'intensifièrent brusquement.

Le comportement du deutsche mark au sein du mécanisme de change du SME en 1980 et au début de 1981 a reflété essentiellement le déficit élevé des paiements courants de l'Allemagne et la fermeté du dollar. De plus, l'éventualité d'une réévaluation de son cours-pivot étant à écarter, le deutsche mark présentait pour les investisseurs, moins d'attrait que d'autres monnaies du système qui offraient des rendements plus élevés en termes de taux d'intérêt nominaux. En outre, du fait de son rôle international plus important, le deutsche mark a tendance à être influencé plus directement que les autres monnaies du SME par la fermeté du dollar. Il n'est donc pas surprenant qu'il se soit rapproché de la limite inférieure de la bande de fluctuation du SME et que les autorités aient été parfois amenées à le soutenir de manière substantielle. La première fois, ce fut fin mars-début avril 1980, lors de la première hausse spectaculaire du dollar. Lorsque cette évolution s'est inversée, le deutsche mark s'est quelque peu redressé, sans

quitter cependant la moitié inférieure de la bande. Fin octobre, il atteint son cours plancher à l'égard du franc français et du florin néerlandais et dut être soutenu massivement. Grâce à une certaine détente des taux d'intérêt à court terme en France, il parvint, début novembre, à quitter le bas de la bande, pour redescendre, à la fin de janvier 1981, dans la zone d'intervention. Il fallut attendre la seconde quinzaine de février, après le resserrement de la politique monétaire en Allemagne, pour voir le deutsche mark se redresser de façon décisive. Début mars 1981 – pour la première fois depuis le réaligement des cours-pivots en septembre 1979 – le deutsche mark était redevenu la monnaie la plus forte du système, position qu'il occupe depuis lors.

Dans un contexte caractérisé par un taux d'inflation interne peu élevé mais un déficit substantiel des paiements, le franc belge n'a cessé de faire preuve de faiblesse durant la majeure partie de la période sous revue. A partir de novembre 1980, il s'est maintenu continuellement à la limite inférieure de la bande ou à proximité de cette dernière puis, sous l'effet du redressement du deutsche mark en février 1981, il franchit son seuil de divergence inférieur. Vers la fin de mars, les autorités belges relevèrent sensiblement les taux d'intérêt internes et prirent d'autres mesures de resserrement monétaire, mais ce n'est que pendant la seconde quinzaine d'avril que le franc belge s'est éloigné de sa limite inférieure par rapport au deutsche mark.

Le franc français a suivi, dans une certaine mesure, jusqu'en février 1981 une évolution inverse de celle du deutsche mark et du franc belge. Le taux d'inflation interne était relativement élevé, mais le déficit extérieur en compte courant a été plus que couvert par les entrées de capitaux. Aussi le franc s'est-il maintenu dans le quart supérieur de la bande pendant presque toute l'année 1980, atteignant même sa limite supérieure fin mars et fin octobre. Début novembre, la réduction des taux du marché monétaire interne, conjuguée à l'incidence de l'imposition d'un coefficient de réserve de 5% sur les dépôts des non-résidents auprès des banques françaises, provoqua un fléchissement passager du cours de change; à la mi-décembre, cependant, le franc était revenu à sa limite supérieure, où il est demeuré la plupart du temps jusqu'au début de mars 1981. Par la suite, il a occupé la seconde position au sein du système jusqu'à fin avril, pour fléchir de nouveau légèrement. A la suite des élections présidentielles françaises, le franc est tombé en mai à sa limite inférieure par rapport au deutsche mark. Les autorités sont intervenues massivement pour le soutenir sur le marché des changes; de plus, le taux d'escompte des bons du Trésor appliqué par la Banque de France a été porté de 13½% à 22% et les contrôles sur les mouvements de capitaux ont été sévèrement durcis.

Comme, aux Pays-Bas, le taux d'inflation interne était relativement faible et que le déficit extérieur des opérations courantes a été plus que couvert par les entrées de capitaux, le florin néerlandais a occupé la seconde position au sein du SME pendant la majeure partie de la période sous revue. Il s'est montré particulièrement ferme dans les deux derniers mois de 1980 et les premiers de 1981 où, à diverses reprises, il a atteint son point supérieur d'intervention.

Au cours de la période sous revue, les autorités italiennes ont utilisé la bande de fluctuation plus large de la lire. De février au début de juillet 1980, la lire est passée d'un peu plus de 1½% au-dessus de son cours-pivot à plus de 3% au-dessous de ce dernier. Elle oscilla ensuite entre 2% et 3% au-dessous de ce cours-pivot jusqu'au début

de mars 1981. Durant ce même mois, les pressions à la baisse de la lire s'accroissent et, le 22 mars, les autorités italiennes annoncèrent une dévaluation de 6% du cours-pivot. La lire s'est ensuite maintenue dans la moitié supérieure de sa nouvelle bande de fluctuation.

Modifications des positions concurrentielles internationales

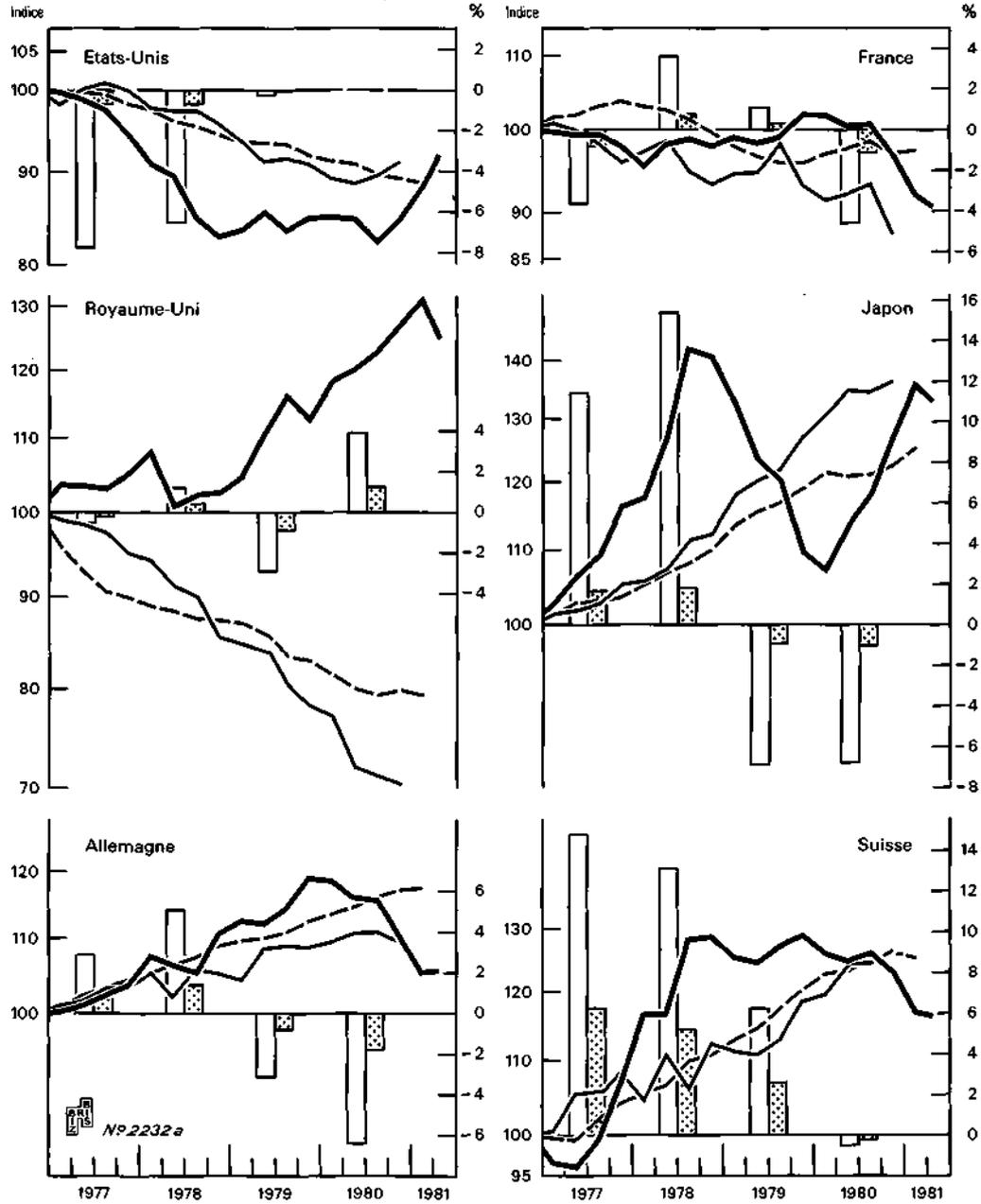
Comme mentionné précédemment, l'un des faits saillants de l'évolution des cours de change durant la période sous revue a été l'appréciation des monnaies de pays à forte inflation, en l'occurrence le dollar et la livre sterling, et la dépréciation des monnaies de pays à faible inflation, comme le deutsche mark, le franc suisse et, pendant un certain temps, le yen. Cette évolution, qui s'était amorcée dans certains cas dès la fin de 1978, a affaibli la compétitivité internationale des pays fortement inflationnistes et renforcé celle des pays du second groupe. On est donc amené à s'interroger sur les raisons de cette évolution et à se demander si elle donne matière à préoccupation. En d'autres termes, dans quelle mesure risque-t-elle d'engendrer de nouveaux déséquilibres de paiements susceptibles de provoquer des perturbations sur le marché des changes? Ne faut-il pas plutôt y voir une correction des précédentes distorsions des cours de change?

Pour avoir une idée exacte des variations des positions concurrentielles internationales, on ne peut pas se fonder sur des indices relatifs des prix à la consommation, car ils englobent de nombreux éléments qui n'entrent pas dans les échanges internationaux et n'offrent pas nécessairement une image fidèle de la position relative du secteur industriel des différents pays en matière de coûts. L'évolution des prix relatifs de gros des produits industriels et des coûts salariaux relatifs par unité produite fournit de meilleures indications. Les graphiques des pages suivantes retracent l'évolution de ces indices des prix et des coûts dans les divers pays du Groupe des Dix et en Suisse en 1977-81, ainsi que les variations des taux de change effectifs de ces pays. Un mouvement ascendant des courbes représente soit une appréciation du taux de change effectif du pays, soit une amélioration de sa position relative en matière de coûts et de prix, alors qu'un mouvement descendant indique le contraire. Une variation en hausse (en baisse) du taux de change plus forte que celle des indices des coûts et des prix relatifs donne donc à penser que la position concurrentielle internationale du pays en question s'est détériorée (améliorée). Les différences entre les mouvements des prix relatifs de gros des produits industriels et ceux des coûts salariaux relatifs par unité produite traduisent une modification des positions relatives en matière de rentabilité. Ainsi, lorsqu'une amélioration de la position relative d'un pays est plus prononcée en termes de coûts salariaux unitaires qu'en termes de prix de gros industriels, on peut en conclure que les marges bénéficiaires ont évolué plus favorablement dans ce pays que dans les autres, et vice versa.

Les indices sont établis sur la base de données imparfaites, tant en ce qui concerne leur précision que leur comparabilité à l'échelle internationale. En outre, le choix des pondérations utilisées dans le calcul des indices – les coefficients de pondération sont établis en fonction des parts bilatérales et multilatérales des pays en cause dans les échanges de produits manufacturés et tiennent également compte de la dimension relative de l'économie de ces pays – contient inévitablement un élément

Ensemble Groupe des Dix et Suisse:
taux de change effectifs, prix et coûts relatifs, 1977-81

Echelle de droite: Solde des paiements courants, en % des recettes brutes des exportations de biens et services, plus ou moins le solde net des transferts unilatéraux ¹
 Solde des paiements courants, en % du produit intérieur brut nominal
 Echelle de gauche: (semi-logarithmique) Taux de change effectif ² Coûts salariaux relatifs par unité produite dans l'industrie de transformation ² Prix relatifs de gros des produits industriels ²



¹ Pourcentages des recettes brutes pour les Etats-Unis, la France, le Royaume-Uni et l'Allemagne, trois premiers trimestres de 1980 seulement. ² Moyennes trimestrielles, indices: quatrième trimestre 1976=100.

d'arbitraire. Aussi, seules des divergences sensibles dans l'évolution des trois indices peuvent être interprétées à coup sûr comme le signe d'un changement notable dans la position concurrentielle d'un pays sur le plan international ou dans le degré de rentabilité relative de son économie. De plus, les coûts et prix relatifs, dont le rôle est certainement très important, ne sont pas les seuls facteurs qui déterminent la compétitivité. D'autres influences, indépendantes des prix, peuvent justifier des variations de cours de change non conformes à l'évolution des coûts et des prix relatifs d'un pays. Enfin, le choix de la période de référence affecte les résultats apparaissant sur les graphiques car, si l'évolution des taux de change n'est pas conforme à celle des coûts et des prix relatifs en début de période, des modifications ultérieures de la position concurrentielle internationale des pays en cause ne signifieront pas nécessairement un éloignement de la position d'équilibre.

L'examen de la période commençant en 1978 révèle que c'est au Royaume-Uni que la détérioration de la compétitivité internationale a été de loin la plus prononcée. Le taux de change pondéré de la livre s'est apprécié de 23% en 1979-80; en mars 1981, cette appréciation s'était élargie jusqu'à dépasser 28%. De plus, la position relative du Royaume-Uni s'est dégradée de 8% environ en 1979-80 en termes de prix de gros des produits industriels et de 17% en termes de coûts salariaux par unité produite. De ce fait, la position concurrentielle internationale de ce pays s'est affaiblie, au cours de ces deux années, de quelque 25% si l'on se fonde sur les prix relatifs de gros, et de 33% sur la base des coûts salariaux par unité produite. Le taux de change effectif du dollar a progressé de plus de 6% entre le point le plus bas d'octobre 1978 et la fin de 1980, alors que parallèlement les indices des prix et des coûts relatifs se détérioraient de 5% environ, de sorte que le taux de change réel du dollar a montré de plus de 10% pendant cette période. Comme le taux de change effectif de la monnaie américaine s'est encore apprécié de 13½% au cours des quatre premiers mois et demi de 1981, la position concurrentielle des Etats-Unis à ce stade de l'année s'est de nouveau fortement amenuisée.

En France également, le taux de change réel s'est quelque peu apprécié en 1979, une hausse du taux de change effectif s'étant accompagnée d'une détérioration de l'indice des prix relatifs de gros des produits industriels et, dans une moindre mesure, de celui des coûts salariaux relatifs par unité produite. En 1980, toutefois, le taux de change réel s'est montré plutôt stable par rapport aux coûts salariaux relatifs par unité produite alors que, sur la base des prix relatifs de gros des produits industriels, le franc s'est déprécié à peu près dans les mêmes proportions qu'il s'était apprécié en 1979. En Italie, la stabilité relative du taux de change effectif en 1979 a entraîné une dégradation de la compétitivité de ce pays, en particulier sur la base des prix relatifs de gros, mais cette situation s'est, dans une certaine mesure, inversée par la suite.

Les pays dont le renforcement de la compétitivité internationale depuis 1978 apparaît le plus net sont le Japon, la Suisse et l'Allemagne. Au Japon, le taux de change effectif a fléchi d'environ 26% entre octobre 1978 et février 1980, alors que, durant la même période, la position de ce pays s'améliorait de plus de 10% en ce qui concerne les prix relatifs de gros et de quelque 15% pour ce qui est des coûts salariaux par unité produite. Le taux de change réel du yen a donc fléchi de quelque 35% au cours de cette période. Par la suite, le taux de change effectif s'est redressé de plus de 20% jusqu'à la fin de 1980. Mais, comme la position du Japon en matière de prix et de

coûts relatifs s'est de nouveau améliorée, le renforcement cumulé de sa position concurrentielle depuis octobre 1978 dépassait toujours 20% à la fin de l'an dernier.

En Suisse, où le taux de change a atteint son sommet à la fin de septembre 1978, la dépréciation ultérieure en termes effectifs est ressortie à 11% environ à la fin de 1980. Entre la fin de septembre 1978 et la fin de 1980, la position internationale de la Suisse s'est redressée de 13% environ sur la base des prix relatifs de gros et de près de 20% en termes de coûts salariaux relatifs par unité produite, de sorte que le taux de change réel du franc a marqué un recul de plus de 20% durant cette période. En Allemagne, le renversement du mouvement de hausse du taux de change s'est produit beaucoup plus tardivement qu'au Japon et en Suisse, à savoir vers la fin de 1979. En 1980, le taux de change effectif du deutsche mark a fléchi de quelque 9% et le taux de change réel d'un pourcentage même plus élevé, en raison de la légère amélioration de la position de l'Allemagne en matière de prix et de coûts relatifs. Le renforcement de la position concurrentielle de la Suisse et de l'Allemagne s'est poursuivi cette année, les taux de change effectifs du franc suisse et du deutsche mark s'étant encore dépréciés (de quelque 5%) à la mi-mai.

Des améliorations de la compétitivité internationale à peu près comparables à celles de l'Allemagne ont été également constatées en 1980 pour la Belgique et les Pays-Bas. Le taux de change effectif du franc belge s'est déprécié d'environ 7% dans le courant de l'année et le taux de change réel, sur la base des indices de prix et de coûts indiqués dans le graphique, a fléchi de plus de 10%. Une évolution du même ordre s'est produite aux Pays-Bas, bien que le taux de change effectif du florin ait accusé un recul un peu moins accentué que celui du franc belge.

Comment expliquer cette tendance des taux de change à s'écarter – parfois de façon assez spectaculaire – de l'évolution des coûts et des prix relatifs? Trois facteurs semblent avoir joué un rôle important à cet égard. Tout d'abord, dans un certain nombre de cas, les fluctuations des taux de change avaient revêtu jusqu'en 1978-79 une ampleur considérable, notamment en ce qui concerne le yen, le franc suisse et le deutsche mark. Au second semestre de 1978, c'est-à-dire au moment où ils atteignaient leurs niveaux records, les taux de change effectifs du yen et du franc suisse avaient progressé de 45% et de 103% respectivement depuis la fin de 1972, tandis qu'à la fin de 1979 le taux de change effectif du deutsche mark marquait une hausse de 60% par rapport au niveau noté sept ans auparavant. De plus, le taux de change effectif du dollar EU, qui se situait fin 1978 à son point le plus bas, avait perdu plus de 20% depuis la fin de 1972. Cette évolution des taux de change effectifs a eu deux conséquences. En premier lieu, comme elle avait peu de chances de se poursuivre dans les mêmes directions que précédemment, l'opinion du marché à l'égard de ces monnaies a eu de plus en plus tendance à être influencée par tout facteur de nature à justifier un renversement des tendances antérieures. En second lieu, on a enregistré, en partie à la suite de ces variations des taux de change des pays concernés, des retournements importants de leur balance des paiements courants. Aux Etats-Unis, les déficits substantiels de 1977 et 1978 ont été fortement réduits en 1979 et 1980, pour faire place à une situation de quasi-équilibre; en Allemagne, au Japon et en Suisse, les excédents dégagés précédemment ont disparu; les balances allemande et japonaise sont même devenues fortement déficitaires en 1979 et en 1980.

Les variations des balances des paiements courants affectent les taux de change de deux manières: d'abord, par leurs répercussions directes sur la demande et l'offre des monnaies en question sur le marché des changes; ensuite, par les changements qu'elles entraînent, sauf lorsqu'elles ne sont que temporaires, dans l'opinion du marché au sujet du taux de change d'équilibre des monnaies. En outre, les fluctuations des cours de change qui en résultent peuvent elles-mêmes, par leurs effets pervers (courbe en J), amplifier momentanément les déséquilibres des transactions courantes.

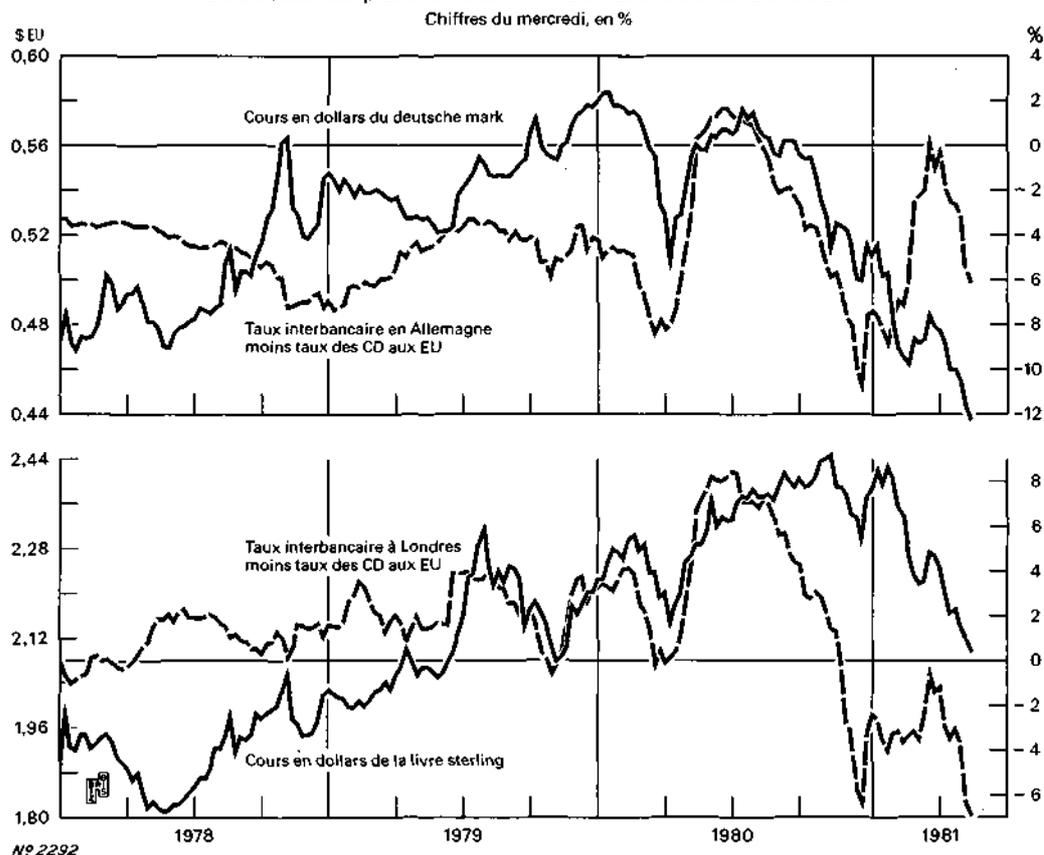
Un deuxième facteur a contribué à l'évolution divergente des variations des cours de change par rapport aux écarts de taux d'inflation dans le monde: le Royaume-Uni, le Canada et les Etats-Unis, trois des pays à fort taux d'inflation, se sont trouvés avantagés, par rapport aux autres nations industrialisées, sur le plan des ressources pétrolières nationales. Aux Etats-Unis, l'effet de ce facteur a été renforcé par la libéralisation des prix du pétrole d'origine interne.

Le troisième facteur d'influence sur les taux de change a été l'adoption, aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, de politiques anti-inflationnistes plus rigoureuses. Ces politiques reposaient essentiellement sur le durcissement du contrôle monétaire interne et recouraient, à cet effet, à des mesures qui ont soumis les taux d'intérêt nationaux à de fortes pressions à la hausse et entraîné un élargissement des écarts de taux d'intérêt en faveur de ces deux pays.

Les variations des écarts de taux d'intérêt entre les divers pays, ainsi que celles des balances des paiements courants, influencent les taux de change en partie directement, par l'incidence exercée sur le marché des changes par les flux internationaux de capitaux qu'elles provoquent; lorsque ces écarts de taux deviennent substantiels, comme l'an dernier, ils peuvent avoir des effets considérables. En outre, l'influence des écarts de taux d'intérêt est amplifiée lorsque le marché les interprète comme une modification importante de l'attitude d'un pays à l'égard de la lutte contre l'inflation — comme le montre sans conteste l'élargissement des écarts en faveur des Etats-Unis et du Royaume-Uni.

Les incidences que les écarts de taux d'intérêt peuvent avoir sur l'évolution des cours de change dans des circonstances différentes sont mises en évidence dans le graphique de la page 149. En 1979, alors que le marché restait persuadé, comme il l'avait été pendant la majeure partie des années soixante-dix, que le deutsche mark était voué à l'appréciation et le dollar à la dépréciation, le cours au comptant dollar/deutsche mark et l'écart des taux d'intérêt ont évolué de façon assez indépendante, malgré l'apparition d'un déficit des opérations courantes en Allemagne et la disparition de celui des Etats-Unis; en revanche, on a constaté, dès le second semestre de 1979, un parallélisme assez étroit entre les fluctuations du cours dollar/livre sterling et les variations de l'écart des taux d'intérêt; autrement dit, du fait en partie des mesures adoptées par les autorités monétaires britanniques, la livre n'était plus considérée comme vouée constamment à la dévaluation. Au cours de l'année 1980, les prévisions antérieures au sujet de l'évolution du cours dollar/deutsche mark ne se sont pas réalisées, mais aucune tendance bien précise ne s'est manifestée. En conséquence, ce sont les écarts des taux d'intérêt à court terme qui ont commandé les variations des cours de change. Le revirement d'opinion du marché au sujet du cours dollar/deutsche mark s'est encore accentué après l'investiture de la nouvelle Administration américaine, qui s'est engagée

Allemagne et Royaume-Uni:
variations des cours de change au comptant par rapport au dollar et des écarts entre les taux d'intérêt
à trois mois des placements en monnaie nationale et en dollars EU

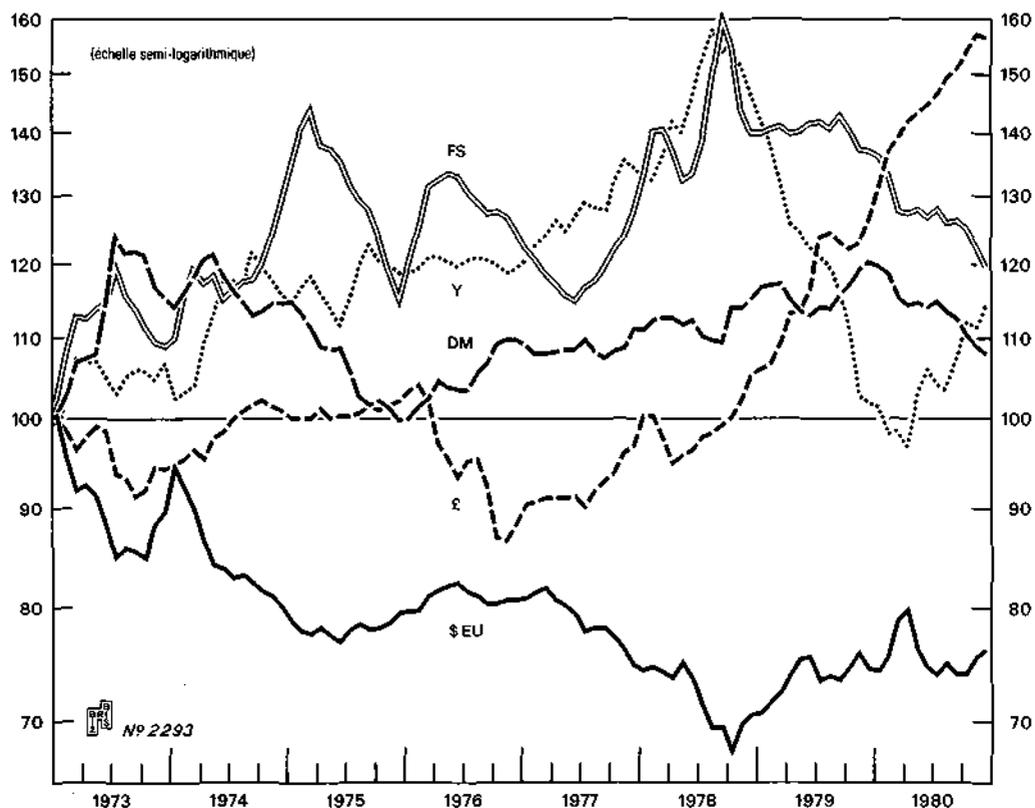


plus fermement que la précédente à réduire l'inflation. Le dollar s'est très vivement apprécié en janvier-février 1981 vis-à-vis du deutsche mark, malgré la réduction sensible de l'écart des taux d'intérêt à court terme en faveur des placements en dollars. On a alors eu l'impression que les rôles allaient s'inverser et que, dans l'opinion du marché, c'était le dollar qui aurait vocation à s'apprécier par rapport au deutsche mark. Cependant, la vive hausse des taux d'intérêt en Allemagne à la mi-février entraîna un retour à la situation de 1980, caractérisée par des anticipations plus neutres sur l'évolution de ces monnaies à plus long terme, et les fluctuations du cours dollar/deutsche mark ont de nouveau été dominées par les écarts de taux d'intérêt.

Les événements qui se sont produits depuis la fin de 1978 montrent donc que l'évolution des taux de change peut s'écarter de celle des prix et des coûts relatifs lorsque les pays à forte inflation bénéficient d'une position relativement solide en matière de balance des paiements courants et poursuivent simultanément une politique anti-inflationniste énergique assortie de taux d'intérêt nominaux élevés, tandis que les pays à inflation moindre enregistrent simultanément une forte détérioration en compte courant et des taux d'intérêt nominaux beaucoup plus faibles. Il ne faut pas en conclure toutefois qu'à plus long terme l'évolution des cours de change ne sera pas affectée par les différences entre les rythmes d'inflation. En fait, comme l'a montré

Taux de change réels en termes de coûts salariaux relatifs par unité produite
dans certains pays industrialisés, 1973-80

Moyennes mensuelles, indices: décembre 1972 = 100



l'expérience de 1979-80, la situation des paiements courants des divers pays et, du même coup, le taux de change effectif de leur monnaie réagissent très fortement, mais avec un décalage généralement important, aux modifications de leur position concurrentielle internationale.

Dans quelle mesure les divergences apparues récemment entre l'évolution des taux de change et celle des prix et des coûts relatifs ont-elles entraîné une «surréaction» des taux de change? Le graphique ci-dessus fait ressortir, pour cinq des principaux pays industriels, les mouvements de leurs taux de change réels, mesurés en termes d'évolution des coûts salariaux unitaires par rapport à ceux des autres membres du Groupe des Dix depuis la fin de 1972.

Si l'on examine tout d'abord les années 1977 à 1980, on s'aperçoit que, parmi les cinq monnaies choisies, seule la livre sterling a vu son taux de change réel varier considérablement durant toute cette période. Pour les quatre autres monnaies, l'évolution en 1979 et en 1980 constitue grosso modo un renversement des tendances notées durant les deux années précédentes, de telle sorte que leur position concurrentielle internationale n'était guère éloignée, à la fin de 1980, de celle qu'elles occupaient quatre ans auparavant.

Il faut certes se garder de conclure qu'à la fin de 1980 les taux de change de ces monnaies avaient forcément atteint leur point d'équilibre, simplement parce que, en termes réels, ils n'étaient guère éloignés de leur niveau de fin 1976. Si l'on considère l'ensemble de la période 1973-80, au début de laquelle le dollar était certainement surévalué et les autres monnaies du graphique (sauf la livre) sous-évaluées, on constate que la position concurrentielle du dollar est beaucoup plus solide à la fin de 1980 que huit ans auparavant. Il est toutefois possible que cet avantage ait été en grande partie détruit au cours des quatre premiers mois et demi de 1981. Par ailleurs, les taux de change réels du yen et du deutsche mark avaient, à la fin de 1980, progressé respectivement d'environ 14% et 8% par rapport à leur niveau de fin 1972, et ils ont certainement fléchi de nouveau au cours de ces derniers mois, de même que celui du franc suisse, dont l'appréciation cumulée depuis la fin de 1972 a cependant été supérieure à celles du yen et du deutsche mark. Non seulement la variation du taux de change réel de la livre sterling a été beaucoup plus accentuée, entre 1973 et 1980, que celles des quatre autres monnaies, mais l'ampleur de ce mouvement a en elle-même exercé un effet favorable sur la position concurrentielle actuelle des autres monnaies.

Pour l'avenir, il est possible que, pendant un certain temps, les écarts de taux d'intérêt continuent de jouer un rôle important dans les fluctuations des taux de change. A plus long terme, cependant, l'influence des positions concurrentielles des divers pays reprendra certainement le dessus. Si les variations des taux de change réels apparues à partir de la fin de 1978 ont représenté, dans une large mesure, une correction des surévaluations et des sous-évaluations antérieures, une réduction des écarts entre les divers rythmes d'inflation s'imposera, dans certains cas, pour entériner la structure actuelle des taux de change.

Production d'or et marché de l'or

La période sous revue a été caractérisée par une réduction de 50% du volume disponible à des fins non monétaires, qui a ainsi été ramené à 920 tonnes métriques, le plus faible tonnage depuis dix-sept ans, et par des fluctuations particulièrement fortes des cours du marché, qui ont varié entre un maximum de \$850 l'once en janvier 1980 et un minimum d'environ \$457 en mars 1981.

Le recul de l'offre sur le marché résulte notamment de la nouvelle baisse de la production mondiale d'or — à l'exclusion de celle de l'URSS, des autres pays d'Europe de l'Est, de la Chine et de la Corée du Nord — qui est revenue de 956 tonnes à 940 tonnes, ce qui constitue son niveau le plus bas depuis vingt-deux ans. En Afrique du Sud, la production, avec 675 tonnes, a été inférieure de 30 tonnes à celle de 1979. Elle a également fléchi en Papouasie-Nouvelle-Guinée, aux Etats-Unis et au Canada mais, du fait du développement de l'activité d'extraction alluviale, elle s'est fortement accrue au Brésil, en Colombie et aux Philippines. En Afrique du Sud, contrairement à l'année précédente, la tendance persistante à traiter du minerai de moindre teneur (la diminution de la teneur moyenne du minerai extrait a été cette année de 11%) n'a pas été entièrement compensée par la progression de 7,6% du tonnage traité. Le prix moyen perçu par les compagnies minières s'est accru de près de 90%, alors que les coûts de production ont été majorés de 17,7%, et les bénéfices moyens (avant impôt) tirés de l'extraction du métal ont progressé de 128%.

Production d'or dans le monde (estimations)

Pays	1929	1940	1946	1953	1970	1977	1978	1979	1980
	en tonnes métriques								
Afrique du Sud	323,9	436,9	371,0	371,4	1.000,4	699,9	706,4 ¹	705,4 ¹	675,1 ¹
Canada	60,0	165,9	88,5	126,1	74,9	53,9	54,0	51,1	49,0
Brésil	3,3	4,7	4,4	3,6	9,0	15,9	22,0	25,0	35,0
Etats-Unis	64,0	151,4	49,0	60,9	54,2	34,2	31,1	30,2	27,6
Philippines	5,1	34,9	—	14,9	18,7	17,4	18,2	16,7	20,4
Australie	13,3	51,1	25,6	33,4	19,3	19,4	20,0	18,2	17,4
Papouasie-									
Nouvelle-Guinée . . . . .	.	.	.	.	0,7	23,0	23,4	20,0	15,0
Colombie	4,3	19,7	13,6	13,6	6,3	8,2	8,0	8,3	15,0
Zimbabwe	17,4	25,7	16,9	15,6	15,6	11,7	10,8	11,8	11,3
Ghana	6,4	27,6	18,2	22,7	22,0	15,0	12,5	11,1	10,9
Mexique	20,4	27,4	13,1	15,0	6,2	6,6	6,2	6,4	5,9
Espagne						9,8	8,6	5,1	4,0
Japon	9,3	12,6	1,3	7,1	7,9	4,6	4,5	4,0	3,2
Total	527,4	957,9	601,6	684,3	1.235,2	919,6	925,7	913,3	889,8
Autres pays	43,1	207,1	64,9	69,9	36,0	44,6	43,4	42,7	50,2
Production mondiale (estimations) ²	570,5	1.165,0	666,5	754,2	1.271,2	964,2	969,1	956,0	940,0

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.

Un second facteur de réduction de l'offre de métal a été la très forte contraction des ventes des pays communistes sur le marché. On estime, en effet, qu'elles se sont élevées en 1980 à quelque 90 tonnes, soit le chiffre le plus faible depuis neuf ans, équivalant au cinquième de la moyenne de 1977-78. Cette diminution sensible du volume de l'or disponible sur le marché est due essentiellement au revirement qui s'est opéré au niveau de l'encaisse officielle globale. Au cours des années 1974 à 1979, celle-ci avait fléchi au total de près de 1.500 tonnes, dont 600 tonnes pour la seule année 1979. Le renforcement de 110 tonnes, l'an dernier, de l'ensemble des avoirs officiels en or correspond donc à un écart de plus de 700 tonnes par rapport à 1979. Après s'être contractés de 392 tonnes en 1979, les avoirs en or des organismes internationaux se sont encore réduits l'an passé (-139 tonnes). La différence entre ces deux chiffres représente la diminution considérable des cessions de métal du Fonds monétaire international en 1980, tant sur le marché qu'aux pays membres. Le programme étalé sur quatre ans des ventes aux enchères du Fonds est arrivé à son terme en mai 1980, et les ventes d'or du FMI l'an dernier ne se sont élevées qu'à 69 tonnes, contre 173 tonnes en 1979. En outre, la quantité d'or restituée par le Fonds à ses membres est tombée de 180 tonnes en 1979 à 37 tonnes en 1980.

Le total des réserves métalliques des différents pays s'est accru de 250 tonnes en 1980, après avoir marqué un fléchissement de 210 tonnes l'année précédente. Ce revirement est dû en grande partie au fait que le Trésor des Etats-Unis, qui avait vendu 412 tonnes d'or au marché en 1979, a suspendu ses adjudications de métal à partir de novembre 1979. D'autre part, comme il a déjà été indiqué, les pays membres ont reçu dans le cadre du programme de restitution du FMI, 143 tonnes de moins en 1980 que l'année précédente. Si l'on exclut les ventes aux enchères du Trésor des Etats-Unis et les transferts du FMI au titre de la restitution, on constate que les réserves métalliques

Origine et utilisation de l'or (estimations)

Rubriques	1977	1978	1979	1980
	en tonnes métriques			
Production	965	970	955	940
Ventes des pays communistes (estimations)	450	450	290	90
Variation de l'encaisse officielle du monde				
occidental (= accroissement)	275	245 ²	600	- 110
dont: réserves d'or des pays ¹	- 70	- 220 ²	210	- 250
Total (= absorption non monétaire, estimations)	1.690	1.665	1.845	920

¹ Y compris l'or restitué par le Fonds monétaire international aux pays membres, pour un total de 371 tonnes en 1977, 189 tonnes en 1978, 180 tonnes en 1979 et 37 tonnes en 1980, ainsi que les swaps d'or contre Ecus effectués en 1979 et en 1980 par les pays membres du Système monétaire européen. ² Y 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.

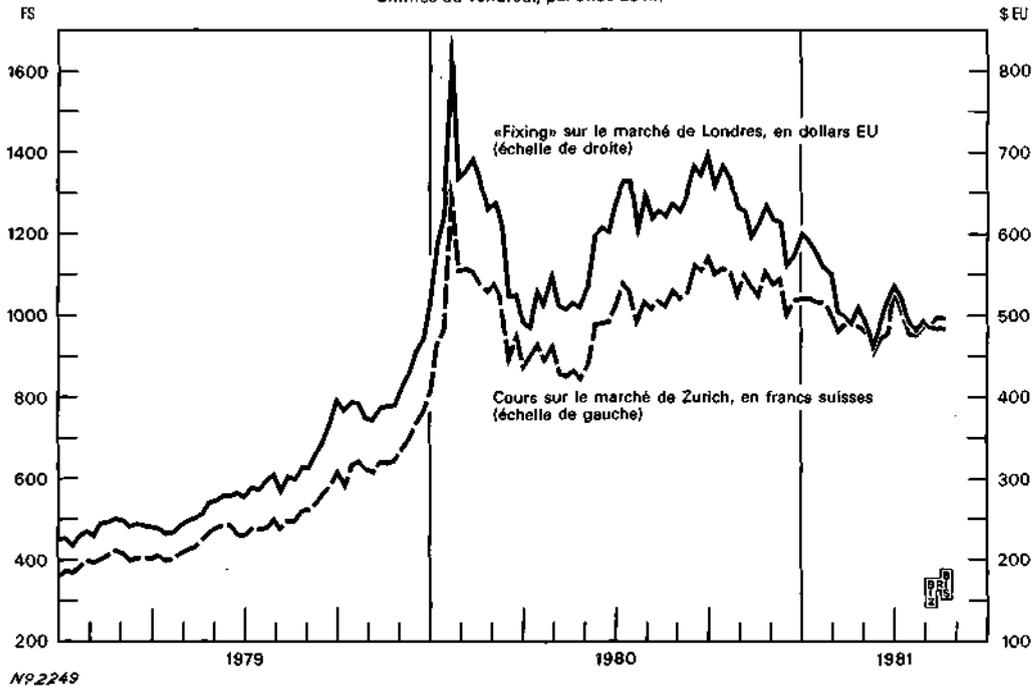
officielles des différents pays se sont renforcées de 211 tonnes l'an dernier, alors qu'elles n'avaient augmenté que de 26 tonnes en 1979. En d'autres termes, pour la première fois depuis de nombreuses années, l'or nouvellement extrait et les achats effectués sur le marché ont permis de renforcer sensiblement les encaisses métalliques officielles. L'encaisse-or de l'Afrique du Sud s'est accrue de 66 tonnes, en partie sous l'effet du dénouement d'opérations de swap conclues antérieurement avec des banques commerciales, tandis que celle du Canada s'est réduite de 37 tonnes, qui ont été affectées pour une part à la frappe de pièces d'or. Plus importante cependant a été l'évolution des avoirs officiels en or des pays en voie de développement (membres ou non de l'OPEP) qui, compte non tenu des restitutions opérées par le FMI, se sont renforcés l'an dernier de 178 tonnes, contre 22 tonnes en 1979. Les pays de l'OPEP ont ajouté 106 tonnes à leurs réserves d'or publiées, dont 66 tonnes pour la seule Indonésie, tandis que, dans les pays d'Amérique latine et d'Asie non membres de l'OPEP, on notait des accroissements de 41 tonnes et de 28 tonnes respectivement.

Sur le marché de Londres, l'or cotait \$524 l'once à la fin de 1979, ce qui constituait une hausse de 132% sur douze mois. Cette progression est intervenue pour l'essentiel au cours des deux derniers mois de 1979, sous l'influence d'un certain nombre de facteurs: crainte de conflit à la suite de l'occupation de l'Ambassade des Etats-Unis en Iran et de l'intervention militaire soviétique en Afghanistan, nouvelle et importante hausse des prix du pétrole et effet psychologique créé par l'absence de toute intervention officielle pour endiguer l'augmentation rapide du prix de l'or. De ce fait, la demande d'or et, avec elle, le prix du métal montèrent en flèche durant les trois premières semaines de 1980. Le 21 janvier, une puissante vague d'achats spéculatifs porta le cours à \$850 l'once, ce qui représentait une augmentation de près de 130% en deux mois et demi et de 340% par rapport au niveau de novembre 1978, qui avoisinait \$193 l'once.

L'effondrement ultérieur des cours fut, dans un premier temps, plus accentué encore que l'ascension qui l'avait précédé, et la cote tomba à \$624 le 28 janvier. Après un raffermissement à plus de \$700 en l'espace de quelques séances au début de février, l'atténuation des craintes de conflit et la hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis ramenèrent les cotations à \$474 le 18 mars, soit au niveau le plus bas de l'année. Les cours remontèrent ensuite modestement, pour s'établir à \$554 au début d'avril mais, à

Cours de la barre d'or sur le marché, en dollars EU et en francs suisses, 1979-81

Chiffres du vendredi, par once de fin



la fin du mois de mai, ils étaient revenus juste au-dessus de \$500, du fait de la poursuite du dénouement des positions spéculatives.

Avec le recul brutal des taux d'intérêt en dollars à partir de leur sommet du début d'avril et la cessation progressive du dénouement des positions spéculatives, une nouvelle flambée de la demande d'or porta le cours sur le marché de Londres à \$689, le 8 juillet. Mais les prises de bénéfices firent redescendre les cotations à \$614 à la fin du même mois et, jusqu'au début de septembre, les cours fluctuèrent entre \$605 et \$645, la situation politique en Pologne n'ayant entraîné qu'une légère augmentation de la demande sur le marché. Les craintes d'un éventuel renchérissement des prix du pétrole firent remonter le cours à \$693 le 12 septembre, juste avant la réunion des pays de l'OPEP; le déclenchement des hostilités entre l'Iraq et l'Iran le porta ensuite à \$720, le 23 septembre.

Ce fut là le point culminant de la nouvelle poussée de la demande. Un mois plus tard, les cotations étaient revenues à \$628, sous l'effet conjoint d'un relèvement des taux d'intérêt aux Etats-Unis, de l'espoir d'une libération des otages américains en Iran et de l'annonce d'une reprise des ventes de métal par l'Union Soviétique. Après un bref redressement des cours au début de novembre, le mouvement de baisse reprit sur le marché et le prix de l'or se retrouva à \$553, le 12 décembre, lorsque les taux d'intérêt en dollars dépassèrent leur niveau record d'avril 1980. Après une remontée de la cote à quelque \$600 au début de janvier 1981, la libération des otages américains et le coût toujours élevé que devaient supporter les détenteurs de métal ramenèrent son prix à \$457, le 5 mars. Vers la fin du mois, le cours revint temporairement à près de \$550 mais, à la mi-avril, il fléchissait aux environs de \$480 et oscille depuis lors autour de ce niveau.

Réserves et liquidité internationale

En 1980, l'aisance générale qui caractérisait la situation des réserves a été affectée par deux séries d'influences opposées. Premièrement, on a enregistré un accroissement de \$122,6 milliards, en dollars courants, du montant total des avoirs officiels déclarés des divers pays en or (évalué aux prix du marché), devises, droits de tirage spéciaux, positions créditrices auprès du FMI et unités monétaires européennes (Ecus). Les principales raisons de cette progression ont été la hausse du cours de l'or sur l'ensemble de l'année, le renforcement du volume total de l'encaisse métallique des pays, une nouvelle allocation de DTS et les effets expansionnistes exercés sur la liquidité, d'une part, par les sorties substantielles de capitaux des Etats-Unis et, de l'autre, par une forte accumulation de réserves de devises, par les Etats-Unis eux-mêmes, à la suite essentiellement d'interventions sur le marché des changes. Une fraction très importante de l'augmentation des réserves globales a bénéficié aux pays non membres de l'OPEP. Si, l'an dernier, le principal facteur qui a influencé les réserves de ces pays a été la hausse du prix de l'or, il est frappant de constater que leurs autres avoirs officiels se sont accrus de \$36 milliards, soit de \$12 milliards de plus qu'en 1979, malgré l'aggravation sensible de leur déficit global des paiements courants.

Deuxièmement, la hausse des prix du pétrole a accru les besoins de financement extérieur des pays non membres de l'OPEP, ce qui a entraîné un gonflement substantiel de l'endettement extérieur de nombreux pays, notamment envers le système bancaire international, sous la forme essentiellement d'emprunts à terme relativement court. En outre, les importations de marchandises des pays non membres de l'OPEP ont progressé au total de quelque 20% à prix courants, l'an passé; il convient d'ajouter que l'augmentation de la valeur, en dollars courants, des réserves métalliques nationales surestime l'incidence de la hausse du cours de l'or dans l'amélioration de la situation des réserves des pays détenteurs de ce métal, étant donné qu'une fraction seulement des avoirs officiels en or pourrait être cédée sur le marché sans entraîner un recul accentué du cours. L'effet net de toutes ces influences ne pouvait être qu'une diminution généralisée de l'aisance en matière de réserves des pays non membres de l'OPEP, ceux surtout qui ne détenaient que peu ou pas d'or. Compte non tenu des encaisses-or et des avoirs en Ecus, l'accroissement de quelque \$36 milliards des autres actifs de réserve a été essentiellement le fait des pays de l'OPEP (+ \$21,3 milliards) et des Etats-Unis (+ \$7,8 milliards). Par contre, les pays en voie de développement non pétroliers ont enregistré un léger recul de leurs réserves non métalliques, malgré l'augmentation (\$38 milliards) de leur endettement extérieur à l'égard du secteur bancaire.

En ce qui concerne les divers éléments d'actifs de réserve, l'encaisse-or globale, évaluée en dollars courants aux prix du marché, s'est gonflée de quelque \$65 milliards en 1980, pour atteindre \$552,7 milliards. Ce gain s'explique en partie par la nouvelle progression (+ 12½%) du cours de l'or. A cet égard, il convient de noter que la valeur des réserves métalliques, calculée aux prix du marché, a fluctué très fortement durant l'année. Les principaux bénéficiaires de la hausse de l'or en 1980 ont été l'ensemble Groupe des Dix et Suisse, qui détient près de 80% du total de l'encaisse-or globale. Outre l'augmentation modérée du prix de l'or sur l'ensemble de l'année 1980, il faut également citer le renforcement d'environ 7,5 millions d'onces du volume total des avoirs métalliques officiels, qui s'étaient contractés de quelque 92 millions d'onces en

Variations des réserves globales, 1978-1980

Zones et périodes	Encaisses-or	Avoirs en devises	Positions créditrices envers le FMI	DTS	Ecus	Total (à l'exclusion de l'or)
	en millions d'onces	en milliards de dollars EU*				
Ensemble						
Groupe des Dix et Suisse						
1978	3,2	51,6	35,6	- 2,6	- 0,1	32,9
1979	- 95,0	199,2	- 31,3	- 2,2	3,8	42,2
1980	- 1,1	47,9	9,7	3,1	- 1,0	20,9
Montants à fin 1980	739,5	436,0	118,5	12,1	10,2	63,1
Autres pays développés						
1978	- 1,0	5,5	10,1	0,3	0,3	10,7
1979	0,6	28,3	1,1	- 0,1	0,2	0,7
1980	2,5	7,6	3,4	0,6	-	0,1
Montants à fin 1980	96,7	57,0	37,0	1,9	1,2	0,6
Pays en développement autres que les pays exportateurs de pétrole						
1978	2,9	3,9	13,7	0,4	0,3	14,4
1979	2,2	17,7	8,1	0,3	1,1	9,5
1980	2,8	5,5	- 1,2	1,0	- 0,5	- 0,7
Montants à fin 1980	60,8	35,8	67,3	2,2	2,1	71,6
Ensemble des pays importateurs de pétrole						
1978	5,1	61,0	59,4	- 1,9	0,5	58,0
1979	- 92,2	245,2	- 22,1	- 2,0	5,1	42,9
1980	4,2	61,0	11,9	4,7	- 1,5	20,8
Montants à fin 1980	897,0	528,8	222,8	16,2	13,5	63,7
Pays exportateurs de pétrole						
1978	1,9	2,5	- 14,5	- 0,8	0,2	- 15,1
1979	0,3	11,2	15,4	- 1,8	0,7	14,3
1980	3,4	4,4	19,8	1,3	0,2	21,3
Montants à fin 1980	40,6	23,9	90,3	5,3	1,6	97,2
Ensemble des pays						
1978	7,0	63,5	44,9	- 2,7	0,7	42,9
1979	- 91,9	256,4	- 6,7	- 3,8	5,8	42,9
1980	7,6	65,4	31,7	6,0	- 1,3	20,8
Montants à fin 1980	937,6	552,7	313,1	21,5	15,1	63,7

* Encaisses-or évaluées aux prix du marché.

1979. Les pays de l'OPEP ont développé de 3,4 millions d'onces leurs réserves officielles en or en 1980, dont 2,1 millions pour l'Indonésie, et les pays en voie de développement non producteurs de pétrole ont accru les leurs de 2,8 millions d'onces. Le montant des réserves en Ecus a également été affecté par la montée du prix de l'or. En effet, la progression globale des réserves en Ecus en 1980 (de \$42,9 milliards à \$63,7 milliards) a correspondu très étroitement au montant de la réévaluation effectuée durant l'année par les pays membres du SME des avoirs en Ecus qu'ils avaient obtenus en contrepartie de swaps d'or, la base retenue pour réévaluer ces avoirs étant liée à l'évolution du cours de l'or sur le marché.

En 1980, le total des réserves en devises déclarées, exprimé en dollars courants, s'est accru de \$31,7 milliards, montant qui serait supérieur de quelque \$3-4 milliards, après élimination de l'incidence de l'appréciation du dollar par rapport aux autres monnaies de réserve. Une très forte proportion de la progression a été le fait des pays

de l'OEPEP (+ \$19,8 milliards) et des Etats-Unis (+ \$6,3 milliards). Le gonflement des avoirs en devises des Etats-Unis, qui s'élevaient au total à \$10,1 milliards à la fin de l'année, a résulté des interventions massives de la Banque de Réserve fédérale de New York pour soutenir le deutsche mark et, dans une moindre mesure, de l'émission par le Trésor des Etats-Unis d'une nouvelle tranche de \$1,2 milliard d'obligations libellées en deutsche marks. Non seulement ces opérations des autorités américaines ont entraîné un renforcement sensible des avoirs officiels en devises des Etats-Unis, mais elles ont aussi permis le remboursement de \$3,2 milliards de dettes restant dues sur des tirages antérieurs effectués par les Etats-Unis sur leurs lignes de swaps auprès de la Deutsche Bundesbank. Le renforcement d'une ampleur sans précédent des réserves en devises des Etats-Unis a marqué une nouvelle étape dans l'évolution d'un système de réserves à plusieurs monnaies, dont l'avènement avait été essentiellement motivé au cours des années précédentes par la tendance à la diversification des réserves de change d'autres pays (principalement extérieurs au Groupe des Dix) en faveur d'autres monnaies que le dollar. On peut ajouter que l'accroissement des avoirs officiels de change des Etats-Unis, dû à des achats de devises sur le marché, a eu, à un double titre, une incidence expansionniste sur l'ensemble des réserves mondiales: tout d'abord, les réserves officielles en devises des Etats-Unis ont été renforcées; ensuite, un montant correspondant de dollars s'est trouvé ainsi mis à la disposition du reste du monde, ce qui a permis, en particulier, de modérer la contraction des avoirs en dollars de l'Allemagne.

Les positions créditrices envers le Fonds monétaire international ont contribué l'an dernier, à hauteur de \$6 milliards, à l'expansion des réserves globales. Cette progression a été due, et au-delà, aux souscriptions à la tranche de réserve auprès du Fonds pour un montant de \$6,3 milliards; ces versements ont été effectués dans le cadre du septième relèvement général des quotes-parts intervenu en décembre 1980 et qui, en termes de dollars, a accru le montant global des quotes-parts de \$25,3 milliards, pour le porter à \$76,0 milliards. Les tirages nets des pays membres sur le Fonds se sont élevés, au total, à \$2,2 milliards, après deux années marquées par des remboursements nets; du fait de la composition des tirages, l'ensemble des positions créditrices envers le Fonds a fléchi de \$0,3 milliard. Les nouveaux prélèvements en chiffres nets des pays en voie de développement non pétroliers ont atteint \$3,4 milliards, qui ont été en partie compensés par \$1,2 milliard de remboursements de la part du Royaume-Uni.

Le total des nouveaux engagements de prêt assumés par le FMI en 1980 s'est monté à \$9,4 milliards, au profit exclusif des pays en voie de développement non producteurs de pétrole, contre \$2,8 milliards en 1979. En septembre 1980, le Comité intérimaire a entériné une nouvelle directive sur l'élargissement de l'accès des pays membres aux ressources du Fonds, en vertu de laquelle ces derniers peuvent emprunter, sur une période de trois ans, une somme égale à 600% de leur quote-part (à l'exclusion des tirages effectués dans le cadre du financement compensatoire et des dispositions relatives au financement des stocks régulateurs). A la suite de l'entrée en vigueur du septième relèvement général des quotes-parts du Fonds, la directive a été révisée en janvier 1981 pour permettre des tirages nets allant jusqu'à 450% de la quote-part d'un pays sur une période de trois ans, le total des tirages étant limité à 600% de sa quote-part (compte non tenu de ceux qui sont effectués dans le cadre des mécanismes

de financement compensatoire et de financement des stocks régulateurs, ainsi que des tirages non remboursés sur les facilités pétrolières). Le Comité intérimaire convint également que le Fonds compléterait ses ressources par de nouveaux emprunts, tout d'abord auprès des pays membres mais également, si nécessaire, sur les marchés des capitaux; il fut annoncé que, pour 1981, l'objectif à ce titre était fixé à DTS 6-7 milliards, des emprunts supplémentaires étant envisagés pour 1982 et 1983. En mars 1981, le Fonds a annoncé la réalisation d'un accord de prêt avec l'Arabie Saoudite, aux termes duquel ce pays mettait des ressources à la disposition du FMI, à concurrence de DTS 4 milliards par an, au cours des deux premières années d'application de l'accord. En même temps, le Conseil d'administration du Fonds recommandait un relèvement de DTS 1,0 milliard à DTS 2,1 milliards de la quote-part de l'Arabie Saoudite. En mai, le FMI a annoncé la conclusion d'un accord lui permettant d'emprunter jusqu'à DTS 1,1 milliard auprès des banques centrales des pays du Groupe des Dix (sauf les Etats-Unis), de Suisse, d'Autriche, du Danemark et de Norvège.

Le montant total des avoirs en DTS des pays membres a accusé l'an dernier un fléchissement de \$1,3 milliard en termes de dollars, pour revenir à \$15,1 milliards. Les principaux facteurs d'influence ont été l'allocation de DTS en janvier, pour un montant équivalant à quelque \$5,3 milliards, et le versement au Fonds de DTS, pour une contre-valeur de \$6,3 milliards, dans le cadre du relèvement général des quotes-parts intervenu l'an dernier. En janvier 1981, le nombre des monnaies entrant dans la composition du panier DTS a été ramené de seize à cinq — dollar EU, deutsche mark, yen, livre sterling et franc français — qui servent à établir le taux d'intérêt du DTS. En avril 1981, le Fonds a porté le taux d'intérêt du DTS de 80% à 100% de la moyenne pondérée des taux d'intérêt à court terme pratiqués sur le marché intérieur de ces cinq monnaies et, en même temps, il a supprimé toute obligation de reconstitution, par les pays membres, de leurs avoirs en DTS après utilisation.

Si l'on examine l'évolution des réserves des principaux groupes de pays figurant au tableau de la page 156, sans tenir compte des encaisses-or, on constate que le total des réserves consolidées de l'ensemble Groupe des Dix et Suisse a progressé de \$32,7 milliards en 1980. En dehors des Etats-Unis, dont la situation a déjà été examinée, les autres pays du Groupe des Dix ont enregistré un accroissement de \$24,9 milliards, dont \$20,9 milliards sous forme de création d'Ecus, tandis que les autres avoirs de réserve ne se sont accrus que de \$4 milliards. D'ailleurs, les gains globaux de réserves non métalliques des pays du Groupe des Dix membres du SME ont été inférieurs à l'augmentation de leurs avoirs en Ecus.

Parmi les pays du Groupe des Dix autres que les Etats-Unis, le Japon a enregistré un renforcement de ses réserves (or exclu) de \$5,1 milliards, compensant ainsi en partie la perte de \$12,9 milliards subie en 1979; en ce qui concerne le Royaume-Uni, en revanche, dont les réserves autres que l'or ne se sont développées que de \$0,9 milliard (l'allocation de DTS entrant pour près de moitié dans ce total), la pression à la hausse qui s'est exercée sur la monnaie s'est presque entièrement répercutée sur le cours de change. En Suisse également, les autorités ont laissé dans une large mesure les cours fluctuer au gré des forces du marché, et les réserves officielles n'ont fléchi que de \$0,8 milliard. Parmi les pays participant au mécanisme de change du SME, des gains substantiels de réserves ont été obtenus en France (\$9,8 milliards), en Italie (\$4,9 milliards), aux Pays-Bas (\$4,1 milliards) et en Belgique (\$2,3 milliards); à noter

cependant que cette progression est due pour l'essentiel à la création d'Ecus. L'Allemagne, en revanche, qui est intervenue massivement à plusieurs reprises pour endiguer le recul des cours du deutsche mark, a vu ses réserves non métalliques se contracter de \$4,5 milliards, malgré sa part importante dans la création d'Ecus.

Grâce à un recours étendu aux marchés internationaux du crédit, la plupart des pays développés extérieurs au Groupe des Dix sont pratiquement parvenus à maintenir, et même, dans certains cas, à renforcer leurs actifs de réserve autres que l'or. En effet, en dépit d'une aggravation de leur déficit consolidé des opérations courantes, qui est passé de \$12 milliards à \$22 milliards, leurs gains de réserves se sont élevés au total à \$3,9 milliards, soit deux fois plus qu'en 1979. La Norvège, l'Autriche et l'Irlande ont accru leurs réserves de \$1,8 milliard, \$1,2 milliard et \$0,6 milliard respectivement, tandis que l'Espagne enregistrait une perte de \$1,4 milliard.

En ce qui concerne les pays en voie de développement non producteurs de pétrole, l'année 1980 a marqué la fin d'une période prolongée d'accroissement de leurs réserves. Le montant consolidé de leurs avoirs autres que l'or, qui s'était renforcé chaque année en moyenne de quelque \$11 milliards entre 1976 et 1979, s'est réduit de \$0,7 milliard l'an dernier. Les variations les plus amples ont été enregistrées en Amérique latine. Les réserves du Chili et de la Colombie se sont accrues respectivement de \$1,2 milliard et de \$1 milliard, tandis que celles de l'Argentine et du Brésil accusaient un fléchissement de \$2,7 milliards dans le premier cas et de \$3,2 milliards dans le second.

Le trait le plus frappant de l'évolution des réserves des pays de l'OPEP en 1980 a peut-être été le fait que l'augmentation globale de \$21,3 milliards de leurs réserves non métalliques publiées n'a dépassé que de \$7 milliards le chiffre correspondant de l'année précédente, malgré le gonflement estimé à \$44 milliards d'une année sur l'autre de leur excédent consolidé des paiements courants. Ce phénomène est peut-être dû au fait que cet excédent s'est concentré de plus en plus sur les membres de l'OPEP à faible capacité d'absorption — dont une partie des avoirs extérieurs liquides n'est pas comprise dans les statistiques des réserves — ainsi qu'à une évolution vers des placements à plus long terme.

Parmi les divers pays exportateurs de pétrole, les bénéficiaires des gains de réserves les plus élevés ont été la Libye (\$6,7 milliards), le Nigéria (\$4,7 milliards), l'Arabie Saoudite (\$4,2 milliards), l'Indonésie (\$1,3 milliard), l'Algérie et le Koweït (\$1,1 milliard chacun). Par contre, le Venezuela a accusé une perte de réserves de \$0,7 milliard. On ne dispose pas de données récentes sur les avoirs de réserve de l'Iran et de l'Iraq. L'accroissement notifié de \$19,8 milliards des réserves en devises des pays exportateurs de pétrole au cours des neuf premiers mois de 1980 a été supérieur à l'augmentation globale enregistrée en cours d'année, un léger recul s'étant produit au dernier trimestre.

Si l'on examine de plus près la progression des réserves globales de change, on constate un certain nombre de contrastes entre 1979 et 1980 dans l'importance relative des placements effectués sur les différents marchés nationaux et sur le marché des euro-monnaies par les détenteurs de réserves, ainsi que dans la composition par monnaie de cette progression. Ces différences apparaissent dans le tableau ci-après. Les avoirs

officiels en dollars détenus aux Etats-Unis, mesurés par la variation des engagements de ce pays envers les autorités monétaires étrangères, se sont gonflés de \$13,8 milliards en 1980, après avoir régressé l'année précédente dans les mêmes proportions. Les dépôts officiels auprès des banques opérant sur les marchés nationaux extérieurs aux Etats-Unis ont progressé de \$8,8 milliards, après s'être légèrement contractés en 1979, tandis que les dépôts identifiés des autorités monétaires sur l'euro-marché se sont accrus de \$7,4 milliards, contre un peu moins de \$35 milliards l'année précédente. Le fait que la somme de ces accroissements de réserves dépasse l'augmentation de \$25,4 milliards, en 1980, du total des avoirs de change déclarés des pays autres que les Etats-Unis reflète surtout la non-inclusion dans les statistiques des réserves de l'intégralité des créances officielles des pays de l'OPEP sur les banques des autres pays. A cet égard, il convient de mentionner que, comme il ressort du tableau, les dépôts identifiés de l'OPEP auprès des banques commerciales sises hors des Etats-Unis se sont développés au total de \$40 milliards, l'an dernier.

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

Rubriques	Fin 1977	Fin 1978	Fin 1979	Mi-1980	Fin 1980
	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	7,6	9,3	8,8	15,9	17,6
Deutsche marks	2,2	3,1	3,4	4,7	4,8
Francs suisses	1,3	0,6	0,6	1,2	1,6
Yens	0,9	2,7	0,9	3,8	4,6
Livres sterling	1,6	1,2	1,9	2,9	3,0
Autres monnaies	1,6	1,7	2,0	3,3	3,6
II. Sur l'euro-marché	71,0	80,1	115,0	119,1	122,4
Dollars	53,0	52,8	73,3	75,3	79,4
Deutsche marks	12,0	16,8	24,1	24,7	24,2
Francs suisses	3,2	4,6	6,0	7,3	8,0
Yens	0,9 ²	2,2 ²	4,2 ²	2,7 ²	2,2 ²
Livres sterling	0,3	0,7	1,5	2,3	2,2
Autres monnaies	1,6	3,0	5,9	6,8	6,4
Total I+II	78,6	89,4	123,8	135,0	140,0
<i>dont en monnaies autres que le dollar</i>	25,6	36,6	50,5	59,7	60,6
B. Dépôts auprès des succursales offshore des banques américaines	4,4	5,7	6,4	6,2	5,6
Total A+B	83,0	95,1	130,2	141,2	145,6
<i>Pour mémoire:</i>					
<i>Total des dépôts de l'OPEP auprès des banques déclarantes sises hors des Etats-Unis</i>	68,2	73,4	106,2	129,5	146,2
<i>Engagements des Etats-Unis envers des autorités monétaires étrangères</i>	126,1	156,8	143,1	142,6	156,9

Re m a r q u e : Les chiffres du tableau comprennent les variations dues aux fluctuations de change de la valeur en dollars des réserves détenues en monnaies autres que le dollar.

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

² A l'exclusion des dépôts auprès de banques situées en Suisse.

L'expansion de \$8,8 milliards, en 1980, des réserves en devises détenues par les banques sur les marchés nationaux en dehors des Etats-Unis représente une progression de 100%. Cette évolution a été liée au démantèlement ou à l'assouplissement opéré dans un certain nombre de pays – notamment en Allemagne, au Japon et en Suisse – des restrictions sur les entrées de capitaux en vue de protéger la valeur externe de la monnaie et de contribuer au financement du déficit de paiements. Les réserves détenues en yens auprès des banques japonaises ont accusé une augmentation particulièrement forte, de \$0,9 milliard à \$4,6 milliards, à la suite de la suppression, en mars 1980, des restrictions sur le versement d'intérêts aux détenteurs officiels de dépôts en yens libres. Les dépôts officiels auprès des banques allemandes et suisses se sont également renforcés en 1980, de \$1,4 milliard et \$1,0 milliard respectivement, en dépit de l'affaiblissement du deutsche mark et du franc suisse sur le marché des changes. La fermeté de la livre sterling s'est traduite par un accroissement du total des avoirs officiels en livres détenus au Royaume-Uni, qui sont passés de \$4,9 milliards à \$8,4 milliards, tandis que les avoirs conservés auprès des banques britanniques ont augmenté de \$1,1 milliard, pour atteindre \$3,0 milliards.

La progression des avoirs de réserve sur les marchés nationaux est sans aucun doute l'une des causes de l'accroissement relativement modeste, l'an passé, des dépôts officiels sur l'euro-marché. La valeur en dollars des euro-dépôts officiels en monnaies autres que le dollar, qui avait enregistré une expansion de \$14,4 milliards en 1979, n'a que légèrement augmenté (\$1,3 milliard). Toutefois, l'amélioration notée l'an dernier est sous-estimée, à hauteur de \$3 milliards environ, à cause des répercussions de l'appréciation du dollar par rapport aux autres monnaies. La valeur en dollars des dépôts officiels en euro-yens a régressé de \$2 milliards, mais l'accumulation de dépôts en euro-francs suisses et en euro-sterling s'est poursuivie.

La tendance à placer un volume accru de réserves en devises sur les marchés nationaux concernés s'est également étendue au compartiment du dollar EU. L'augmentation de \$6,1 milliards des dépôts officiels en euro-dollars a été inférieure de plus de moitié à l'accroissement total des réserves en dollars détenues aux Etats-Unis. En 1979, en revanche, les dépôts en euro-dollars des autorités étrangères s'étaient développés à concurrence de \$20,5 milliards, tandis que les engagements des Etats-Unis envers les détenteurs officiels étrangers avaient fléchi de \$13,7 milliards. Ce changement d'orientation marqué pourrait être dû en partie à l'évolution politique et économique qui aurait renforcé l'attrait des Etats-Unis en tant que centre de placement des réserves.

VIII. ACTIVITÉS DE LA BANQUE

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

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a de nouveau joué son rôle traditionnel de promoteur de la coopération monétaire internationale. En plus des réunions régulières, à Bâle, des gouverneurs des instituts d'émission des pays du Groupe des Dix et de Suisse, la Banque a organisé des rencontres périodiques entre représentants des banques centrales, consacrées à l'examen de questions telles que l'évolution des marchés de l'or, des changes et des euro-monnaies, ainsi qu'à l'étude et à l'échange de renseignements portant sur d'autres problèmes économiques, monétaires, techniques et juridiques intéressant ces institutions. Il convient de mentionner, en particulier, que les gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix ont chargé, en avril 1980, le Comité permanent des euro-monnaies de surveiller systématiquement l'évolution bancaire internationale. Conformément au mandat qui lui a été confié par les gouverneurs, le Comité permanent a tenu, chaque trimestre, des réunions au cours desquelles il a examiné cette évolution et évalué son importance pour l'économie mondiale, les économies des divers pays et la solidité du système bancaire international dans son ensemble.

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

La Banque a 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 bien il se limite aux pays de la CEE, ou bien 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 1980-81, 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 de coopération monétaire, dans le cadre de leurs compétences et dans l'exercice de leurs missions, 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 aux ministres des Finances des pays de la CEE.

Au cours de l'exercice 1980-81, une grande partie de cette activité a concerné la gestion du Système monétaire européen (SME) mis en place le 13 mars 1979. Il s'est agi, en particulier:

- de veiller à l'application correcte des dispositions régissant le système;
- de renforcer, comme le requiert le bon fonctionnement du SME, la coordination des politiques de change et des politiques monétaires internes menées par les banques centrales de la CEE;
- de prolonger, avec effet au 13 mars 1981, pour une nouvelle période de deux ans, le mécanisme de swaps renouvelables, par lequel les Ecus sont créés contre apports d'or et de dollars EU au Fonds européen de coopération monétaire (la durée initiale avait été limitée à deux ans, lors de l'instauration du SME);
- de prendre les mesures nécessaires pour permettre à la banque centrale de Grèce d'adhérer à l'Accord instituant entre les banques centrales de la CEE un système de soutien monétaire à court terme.

De surcroît, le Comité a continué ses travaux sur l'évolution possible du SME vers une phase plus institutionnelle et plus définitive, ainsi que le prévoit la Résolution du Conseil européen du 5 décembre 1978. D'autres études, entreprises au sein du Comité des gouverneurs, ont porté sur la question des techniques utilisées dans le cadre du contrôle monétaire. Enfin, le Comité des gouverneurs a suivi de près les développements monétaires sur le plan international et examiné les possibilités d'une coopération monétaire plus étroite avec certains pays tiers, notamment les Etats-Unis.

La Banque a continué d'assurer le secrétariat du Groupe des experts informaticiens des banques centrales des pays du Groupe des Dix et de Suisse. Au cours de réunions et tout au long de l'année, le Groupe a poursuivi l'analyse des systèmes de paiement et de leurs évolutions possibles à moyen terme. Une nouvelle instance va

d'ailleurs, à partir de l'été 1981, prolonger cet effort de réflexion et l'étendre à un examen approfondi des effets que devrait avoir sur le système bancaire le recours aux technologies nouvelles pour l'exécution de paiements. Les experts informaticiens se sont également intéressés au développement des réseaux de télécommunications dans les principaux pays industrialisés et aux problèmes liés à leur exploitation et à leur interconnexion. A cet égard, ils ont suivi de près les travaux qu'effectue notamment l'ISO (Organisation internationale de normalisation) dans le domaine de la transmission des messages bancaires et dans celui de l'interconnexion des systèmes ouverts. Ils ont, en outre, fait le point de la situation en ce qui concerne l'utilisation de l'informatique dans leurs propres instituts d'émission et s'apprêtent à étudier l'incidence que ne manquera pas d'avoir, sur l'organisation interne des banques centrales, la mise en place de systèmes d'information évolués.

Sous l'égide du Groupe d'experts des banques centrales sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques, dont la BRI assume également le secrétariat, une nouvelle étape a été franchie vers l'établissement d'une banque de données pour la BRI et les banques centrales. Dans le courant de l'exercice, la base de données existante a pu être transférée du centre de traitement extérieur dans les propres locaux de la Banque. Ce transfert permet désormais d'envisager un système élargi de notification de données en provenance et à destination des banques centrales; dans cette optique, celles-ci ont déjà, pour la plupart, pris les dispositions nécessaires à l'établissement d'une liaison par télécommunications avec l'ordinateur de la Banque.

L'un des principaux objectifs du projet de banque de données est de permettre un échange rapide et fiable de séries chronologiques macro-économiques, de nature essentiellement financière, entre les banques centrales et la BRI. En outre, un système interne automatisé a été mis au point pour le traitement des statistiques sur les euro-monnaies, et l'on espère pouvoir, le moment venu, étendre la couverture de ce système à la transmission de ces statistiques entre les banques centrales et la BRI, et vice versa.

2. Opérations du Département Bancaire

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes au 31 mars 1981, contrôlés par les commissaires-vérificateurs, figurent à la fin du présent Rapport; tous deux sont exprimés en francs or.*

* *
*

Le total du bilan au 31 mars 1981 s'établit à	F 19.726.245.562
contre, au 31 mars 1980,	F 24.409.416.167
La diminution est ainsi de	F 4.683.170.605

* Dans le texte ci-après, l'expression «francs» (en abrégé F) signifiera francs or, sauf indication contraire. Le franc or équivaut à 0,290 322 58... gramme d'or fin - Article 4 des Statuts. Les éléments d'actif et de passif exprimés en dollars EU sont convertis au cours de \$EU 208 l'once d'or fin (équivalant à 1 franc or = \$EU 1,941 49...); tous les autres éléments exprimés en monnaies sont convertis sur la base des cours du marché par rapport au dollar EU.

Il est rappelé que pour l'exercice précédent 1979-80 une augmentation avait été enregistrée, à savoir 5.308 millions de francs.

Jusqu'en juillet 1980 inclus, les variations du cours de change des monnaies autres que le dollar EU se sont le plus souvent traduites par une certaine appréciation de la valeur de ces dernières exprimées en franc or; ultérieurement et jusqu'à la fin de l'exercice est intervenue une baisse de valeur nettement plus forte que ne l'avait été l'appréciation; il en résulte une dépréciation nette, qui contribue pour un dixième environ à la diminution précitée du total du bilan.

Le total de la situation mensuelle a progressé jusqu'à fin juin 1980, pour atteindre un maximum de 25.697 millions de francs; il est ensuite descendu à 22.500 millions à fin juillet 1980, puis est resté à peu près stable jusqu'à fin décembre 1980; enfin, il a graduellement décliné jusqu'en fin d'exercice.

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

Exercice clos le 31 mars	Total du bilan	Différences par rapport à l'exercice précédent	
	en millions de francs		en pourcentage
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
1981	19.726	- 4.683	- 19

* Sur la base de l'ancienne méthode de conversion en vigueur jusqu'en juin 1979 (pour le dollar EU, sur la base de 1 franc or = \$EU 0,3941...; pour les autres monnaies, sur celle du cours central ou du cours du marché).

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 1.190 millions de francs au 31 mars 1981, contre 1.034 millions au 31 mars 1980, soit une progression de 156 millions.

PASSIF (COMPOSITION DES RESSOURCES)

BRI: évolution de la composition des ressources
au cours des cinq derniers exercices
(après la répartition proposée à l'Assemblée générale)

Exercice clos le 31 mars	Capital versé et réserves	Fonds empruntés	Passifs divers	Total du bilan
	en millions de francs			
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
1981	937	18.539	250	19.726

* Sur la base de l'ancienne méthode de conversion.

A. Capital, réserves et passifs divers

a) Capital libéré F 295.703.125

Le capital autorisé est demeuré inchangé à 1.500 millions de francs; il en est de même du capital émis, qui se subdivise en 473.125 actions libérées de 25%.

b) Réserves

L'évolution des diverses réserves, qui sont passées en revue ci-après, figure au tableau se trouvant à la fin du présent Rapport, sous point I.

1) *Fonds de réserve légale* F 30.070.313

Le montant de ce fonds est sans changement; il n'a du reste pas varié depuis 1971, année au cours de laquelle il avait déjà atteint 10% du capital alors libéré; ce pourcentage est prévu par l'article 51 (1) des Statuts.

2) *Fonds de réserve générale*

après répartition du bénéfice net de 1980-81 F 417.152.793
contre 397,2 millions de francs; un transfert de 20 millions a en effet été proposé par prélèvement sur le bénéfice en question; le renforcement ainsi envisagé de cette réserve est conforme aux dispositions de l'article 51 (3) des Statuts.

3) *Fonds spécial de réserve de dividendes*

après répartition du bénéfice net de 1980-81 F 19.530.055
contre 17,5 millions de francs, un transfert de 2 millions à imputer sur ce bénéfice ayant été recommandé; à la suite de ce transfert, le montant du fonds en question sera porté à l'équivalent d'un dividende annuel à son niveau actuel, augmenté d'une certaine marge pour tenir compte des fluctuations du cours de change.

4) *Fonds de réserve libre*
 après répartition du bénéfice net de 1980-81 F 174.730.236
 contre 146,7 millions de francs, l'affectation proposée par imputation sur ce bénéfice
 étant de 28 millions.

Après répartition du bénéfice net de 1980-81, le total des réserves de la Banque
 s'établit ainsi à F 641.483.397
 contre 591,5 millions de francs au début de l'exercice, soit un accroissement de 50 mil-
 lions ou de 8,5%; à titre de comparaison, la progression de ces réserves avait été, pour
 chacun des deux exercices précédents, 1978-79 et 1979-80, de 28,6 millions et 33 mil-
 lions respectivement.

c) Le poste «Divers» s'inscrit à F 232.804.254
 contre 265,2 millions de francs, soit une régression de 32,4 millions.

d) *Compte de profits et pertes, avant répartition* F 67.004.609
 montant qui correspond au bénéfice net de l'exercice 1980-81; celui-ci est en augmen-
 tation de 16 millions de francs par rapport à celui de l'exercice 1979-80, qui incorpo-
 rait le produit net de la vente des anciens immeubles de la Banque, soit 2,6 millions
 environ.

La section 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
 17.004.609 francs sera en particulier prélevée sur le bénéfice net au titre du dividende
 payable le 1er juillet 1981, soit à raison de 135 francs suisses par action; pour l'exercice
 précédent, la somme du dividende s'était élevée à 17.977.378 francs; il se composait de
 110 francs suisses par action et d'un montant 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
	1980	1981	
	en millions de francs		
Dépôts des banques centrales	22.486	18.431	- 4.055
Dépôts des autres déposants	753	108	- 645
Total	23.239	18.539	- 4.700

Les «Dépôts des banques centrales» régressent très fortement (-18%), de
 manière cependant moins prononcée que ne l'avait été l'augmentation enregistrée au

cours de l'exercice précédent (+ 4.971 millions et + 28,4%); cette fois également, le mouvement porte essentiellement sur les dollars EU; de même, on relève un fléchissement des dépôts en deutsche marks, très nettement accentué par la baisse de valeur de ces derniers; quant à l'ensemble des autres monnaies, il accuse également un certain repli; au contraire, les dépôts en or sont en progression.

La diminution des «Dépôts des autres déposants» est très marquée, surtout en termes relatifs (- 85,7%), alors qu'au cours de l'exercice antérieur l'encours s'était assez sensiblement accru (+ 277 millions et + 58,2%); la régression en question résulte de grosses échéances de dépôts en dollars EU, qui étaient indexés sur le droit de tirage spécial.

Parmi les fonds empruntés, les «Dépôts des banques centrales» continuent à former la quasi-totalité et progressent même de 96,8 à 99,4%.

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
	1980	1981		1980	1981		1980	1981	
en millions de francs									
A vue	4.432	4.647	+ 215	366	276	- 90	4.798	4.923	+ 125
A 3 mois au maximum	46	30	- 16	15.992	11.671	- 4.321	16.038	11.701	- 4.337
A plus de 3 mois	9	4	- 5	2.394	1.911	- 483	2.403	1.915	- 488
Total	4.487	4.681	+ 194	18.752	13.858	- 4.894	23.239	18.539	- 4.700

Ainsi qu'il ressort du tableau précédent, par rapport au total des engagements, le pourcentage des dépôts en monnaies revient en cours d'exercice de 80,7 à 74,8%, celui des dépôts en or montant par suite de 19,3 à 25,2%; il est rappelé qu'au 31 mars 1979 les pourcentages respectifs s'étaient établis à 77,8 et 22,2%.

D'autre part, vus sous l'angle de la durée, les dépôts à terme régressent de 79,4 à 73,4%, alors qu'à vue ils progressent de 20,6 à 26,6%; au 31 mars 1979, les chiffres avaient été respectivement de 77 et 23%.

a) Dépôts en or

F 4.681.285.317

contre 4.487 millions de francs en début d'exercice; l'accroissement, soit 194 millions ou 4,3%, est assez nettement inférieur à celui de 488 millions qui était apparu au cours du précédent exercice; comme au cours de cet exercice, il correspond pour l'essentiel, d'une part à de nouveaux apports nets faits par des banques centrales, d'autre part à la réduction nette de l'encours de swaps, l'or (cédé à terme) étant resté en dépôt à vue auprès de la Banque; l'ensemble des dépôts en or à terme régresse d'environ un tiers à la suite d'échéances, à l'occasion desquelles les montants ont été soit transférés à des comptes à vue soit remboursés.

b) Dépôts en monnaies

F 13.857.964.860

contre 18.752 millions de francs; ce poste – dont l'encours constitue la majeure partie du total du passif – diminue de manière particulièrement sensible, de 4.894 millions ou 26,1% (lors de l'exercice précédent, + 4.760 millions ou 34%); cette diminution porte essentiellement sur les fonds échéant à trois mois au maximum, qui se réduisent de 27%; les deux autres rubriques – fonds à vue et ayant plus de trois mois à courir – enregistrent également des replis, qui en pourcentage sont assez voisins de celui de la première rubrique précitée.

ACTIF (UTILISATION DES RESSOURCES)

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

BRI: répartition d'après leur *nature* des avoirs à vue et des autres placements

Nature	Exercice clos le 31 mars				Différences	
	1980		1981			
en millions de francs						
Avoirs à vue						
Or	5.313		5.437		+ 124	
Monnaies	15	5.328	16	5.453	+ 1	+ 125
Bons du Trésor						
Monnaies		156		226		+ 70
Dépôts à terme et avances						
Or	—		41		+ 41	
Monnaies	14.487	14.487	12.776	12.817	- 1.711	- 1.670
Titres à terme						
Monnaies		4.268		1.086		- 3.182
Total						
Or	5.313		5.478		+ 165	
Monnaies	18.926	24.239	14.104	19.582	- 4.822	- 4.657

a) Or

F 5.436.941.670

contre 5.313 millions de francs, soit une progression de 124 millions ou de 2,3%, alors qu'au cours de l'exercice précédent elle avait été de près du triple en pourcentage; l'accroissement enregistré provient d'apports nets de métal effectués – comme il a été dit plus haut – par des banques centrales et, à un moindre degré, de la conclusion avec d'autres banques centrales de swaps or (acheté au comptant) contre diverses monnaies; en sens inverse, on relève des prélèvements opérés sur l'encaisse-or en vue de constituer les placements dont il sera question plus loin et, accessoirement, de rembourser – comme il a été signalé précédemment – des dépôts à terme.

b) Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue

F 15.977.519

contre 15 millions de francs, donc pratiquement sans changement.

c) Bons du Trésor F 225.598.456

contre 156 millions de francs; l'augmentation assez sensible enregistrée – 70 millions ou +44,9% – s'oppose au repli accusé au cours de l'exercice 1979–80 (– 104 millions ou 40%); elle correspond en gros à des achats de bons du Trésor des Etats-Unis.

d) Dépôts à terme et avances F 12.816.903.620
contre 14.487 millions de francs.

L'élément en or, qui avait disparu au 31 mars 1980, réapparaît avec 41 millions à la suite – ainsi que mentionné plus haut – de placements d'or faits à terme.

La rubrique en monnaies régresse de manière sensible, de 14.487 millions à 12.776 millions, soit de 1.711 millions ou de – 11,8%, pourcentage très voisin de celui de l'accroissement enregistré au cours de l'exercice précédent. La diminution porte en majeure partie sur les dollars EU, pour un montant appréciable sur les deutsche marks – principalement du fait de la baisse de valeur de cette monnaie – et, à un moindre degré, sur les autres monnaies prises dans leur ensemble; d'autre part, cette diminution est surtout imputable à une baisse des placements faits sur divers marchés, la réduction des facilités accordées aux banques centrales n'y contribuant que très modestement.

e) Titres à terme F 1.086.229.848

contre 4.268 millions de francs; ainsi, l'encours décroît de 3.182 millions ou des trois quarts, après avoir été en expansion d'un montant légèrement supérieur, soit 3.401 millions, au cours de l'exercice 1979–80; la diminution en cause est le fait des dollars EU et correspond en quasi-totalité à l'échéance de pensions qui portaient sur divers titres du Trésor américain; par contre, on relève un gonflement du portefeuille des certificats de dépôt – surtout émis sur le marché des Etats-Unis – ainsi que des obligations du secteur public, les premiers de manière assez sensible et les secondes de façon nettement moins prononcée.

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
	1980	1981	
	en millions de francs		
A 3 mois au maximum	14.652	9.914	– 4.738
A plus de 3 mois	4.103	3.989	– 114
Total	18.755	13.903	– 4.852

Le tableau précédent fait apparaître un certain allongement de la durée moyenne de ces investissements; en effet, les avoirs échéant à trois mois au maximum régressent de près d'un tiers alors que ceux qui ont encore plus de trois mois à courir ne reculent que de manière négligeable.

f) Divers

F 144.594.448

contre 170 millions de francs; cette diminution de 25 millions est la conséquence d'ajustements d'ordre comptable; ceux-ci sont dus à des échéances nettes de swaps traités avec des banques centrales – or (acheté au comptant à des prix dérivés de ceux du marché) contre diverses monnaies – et, accessoirement, à la conclusion avec le marché de swaps de sens contraire.

Opérations à terme sur or

Ces opérations, dont le montant figure à la note complémentaire du bilan, montrent un solde négatif de F 134.494.016 contre un solde également négatif de 164 millions de francs en début d'exercice; cette régression – 30 millions – de l'or à livrer à terme résulte de la contraction – citée à propos du poste précédent – des poids d'or nets impliqués dans des swaps traités avec des banques centrales.

* *
*

La baisse sensible du total du bilan de la Banque n'a pas affecté son activité opérationnelle qui s'est maintenue à un niveau très élevé.

3. Bénéfice net et répartition

Les comptes du cinquante et unième exercice clos le 31 mars 1981 font apparaître un excédent net d'exploitation de 68.061.940 francs, contre un excédent global de 54.966.432 francs au titre du précédent exercice, chiffre qui comprenait le produit net de la vente des anciens immeubles de la Banque, soit 2.630.695 francs. L'augmentation considérable enregistrée pendant l'exercice sous revue est essentiellement due aux niveaux exceptionnellement élevés des taux d'intérêt obtenus sur divers marchés et à l'accroissement du volume des fonds propres de la Banque détenus en monnaies.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 1.057.331 francs à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels». A la suite de ce transfert, le bénéfice net atteint 67.004.609 francs, contre 50.977.378 francs pour l'exercice précédent. Sa répartition est réglée par l'article 51 des Statuts.

Conformément à cet article, le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale de répartir le bénéfice net de 67.004.609 francs de la manière suivante:

- i) une somme de 17.004.609 francs est affectée au paiement d'un dividende de 135 francs suisses par action;
- ii) un montant de 20.000.000 de francs est transféré au Fonds de réserve générale;
- iii) un montant de 2.000.000 de francs est transféré au Fonds spécial de réserve de dividendes;
- iv) un montant de 28.000.000 de francs, représentant le reliquat du bénéfice net disponible, est transféré au Fonds de réserve libre que le Conseil d'administration peut utiliser pour tout objet conforme aux dispositions des Statuts.

Si ces propositions sont acceptées, le dividende sera payé le 1er juillet 1981 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1981.

On trouvera à la fin du présent Rapport le bilan, le compte de profits et pertes et un état indiquant l'évolution des réserves de la Banque au cours de l'exercice. Les comptes de la Banque ont été dûment vérifiés par MM. Price Waterhouse & Co., Zurich, qui ont confirmé que le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes y relatives, donnent, sur la base décrite dans la note 1, une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1981 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Le rapport de MM. Price Waterhouse & Co. figure au bas du bilan.

4. La Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté européenne du charbon et de l'acier, et comme Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux

Le tableau ci-après indique les soldes 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 1980-81, les sommes reçues par la Banque pour le service des emprunts garantis se sont élevées à l'équivalent d'environ 180.000 francs au titre des intérêts et d'environ 3 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 2 millions de francs.

En ce qui concerne les fonctions de Trustee assumées par la Banque pour les nouvelles obligations émises par le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne, en exécution de l'Accord de Londres du 27 février 1953 sur les dettes extérieures allemandes, au titre de l'Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young), il convient de se reporter au Chapitre VIII du cinquantième Rapport annuel de la Banque.

Emprunts garantis de la Communauté européenne du charbon et de l'acier

Séries de titres garantis	Date de l'émission	Pays d'émission	Bailleurs de fonds	Montant initial des emprunts	Montant non remboursé au 1 ^{er} avril 1981	Taux d'intérêt %	Année de la dernière échéance ou du remboursement
1 ^{re}	1954	Etats-Unis	Gouvernement des Etats-Unis	\$ 100.000.000	—	3 ⁷ / ₈	1979
2 ^e	1955	Belgique	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	23.600.000	3 ¹ / ₂	1982
3 ^e	1955	Allemagne	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf ¹	DM 50.000.000	3.000	3 ³ / ₄	1981
4 ^e	1955	Luxembourg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg	FB 20.000.000 FLUX 5.000.000	2.360.000	3 ¹ / ₂	1982 1961
5 ^e	1956	Sarre	Landesbank Saar Girozentrale, Sarrebruck	DM 2.977.450 ²	—	4 ¹ / ₄	1977
6 ^e	1956	Suisse	Emission publique	FS 50.000.000	—	4 ¹ / ₄	1974
7 ^e	1957	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	—	5 ¹ / ₂	1975
8 ^e			Emission publique	\$ 7.000.000	—	5	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	14.905.905	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	—	5 ³ / ₈	1980
14 ^e			Emission publique	\$ 3.300.000	—	4 ³ / ₄	1963
			Emission publique	\$ 3.300.000	—	4 ⁷ / ₈	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	34.278.002	5 ¹ / ₄	1986
16 ^e	1961	Pays-Bas	Emission publique	FL 50.000.000	3.100.000	4 ¹ / ₂	1981

¹ Les bailleurs de fonds d'origine, à savoir la Rheinische Girozentrale und Provinzialbank et la Landesbank für Westfalen Girozentrale, ont fusionné le 1^{er} janvier 1969 pour former la Westdeutsche Landesbank Girozentrale. ² Cet emprunt, qui a été contracté en francs français, a été converti en deutsche marks en 1969. Le montant initial était de 350.000.000 d'anciens francs français.

5. La Banque comme Agent du Fonds européen de coopération monétaire

La Banque a continué d'assumer les fonctions d'Agent du Fonds européen de coopération monétaire qu'elle remplit depuis le 1^{er} juin 1973. Cet organisme communautaire a été institué le 6 avril 1973 par les Etats membres de la Communauté économique européenne et a eu pour mission, à l'origine, de gérer le système de change ou «serpent» institué dans la Communauté en avril 1972 ainsi que les mécanismes de crédits mutuels établis antérieurement ou en liaison avec ce système. Cette activité s'est diversifiée avec la conclusion, en mars et avril 1976, des premières opérations d'emprunt communautaire dont la gestion a été confiée au Fonds et surtout avec la

mise en œuvre du Système monétaire européen (SME) qui a remplacé, à compter du 13 mars 1979, le mécanisme du «serpent».

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 le compte du Fonds des opérations de swap (crédits croisés) avec chacune des banques centrales de la CEE, qui comportent la cession d'Ecus à ces institutions contre cession par celles-ci de 20% de leurs avoirs en or et 20% de leurs réserves brutes en dollars EU. Ces opérations de swap sont renouvelées tous les trois mois et font l'objet des ajustements nécessaires afin, d'une part, d'assurer que l'apport de chaque banque centrale au Fonds représente toujours au moins 20% de ses réserves brutes en or et en dollars EU existant à la fin du mois précédant la date de renouvellement et, d'autre part, de tenir compte des modifications des cours de l'or et du dollar EU vis-à-vis de l'Ecu;
 - en confiant, au nom du Fonds, aux banques centrales cédantes la gestion des avoirs en or et en dollars EU qu'elles lui apportent;
 - en procédant aux transferts d'Ecus entre les comptes «Réserves en Ecus» des banques centrales, nécessités notamment par les règlements des dettes et créances résultant des interventions effectuées dans le cadre du mécanisme de change du SME et par le paiement des intérêts qui sont calculés sur les positions nettes en Ecus des banques centrales;
 - c) à inscrire dans les livres du Fonds les opérations réalisées dans le cadre du soutien monétaire à court terme instauré en février 1970. Cette facilité n'a cependant pas été mise en œuvre depuis 1974, date à laquelle elle a été utilisée par la Banque d'Italie.

Durant la période du 1er avril 1980 au 31 mars 1981, 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 légèrement supérieur à 5 milliards d'Ecus.

Au 31 mars 1981, le volume global des Ecus émis par le Fonds s'élevait à un peu moins de 50 milliards d'Ecus, soit presque 60 milliards de dollars EU au taux de change en vigueur à cette date. Ce volume a été créé en contrepartie des apports faits

par toutes les banques centrales de la CEE, à l'exception de la Banque de Grèce, étant donné que l'entrée de ce pays dans la Communauté, à dater du 1er janvier 1981, n'a pas entraîné sa participation au SME. Ces avoirs en Ecus ont été utilisés, en partie, par plusieurs banques centrales de la CEE, en vue essentiellement de régler intégralement ou partiellement les dettes résultant des interventions mentionnées ci-dessus.

2) Dans ses fonctions d'Agent du Fonds au titre de la gestion des opérations d'emprunt et de prêt que la Communauté a conclues en application de Règlements adoptés par le Conseil des Communautés européennes en février 1975, la Banque remplit 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 le compte de la CEE.

Au cours de l'exercice 1980-81, la Banque, en sa qualité d'Agent du Fonds, a exécuté les paiements d'intérêts et de commissions ainsi que le remboursement de la première tranche d'un emprunt de \$100 millions qui avait été placé en 1977 par la Communauté économique européenne. Par suite de ce remboursement, les emprunts représentaient, à la date du 31 mars 1981, un ensemble de six opérations s'élevant à \$EU 1.075 millions et DM 500 millions, dont environ 85% ont été prêtés à l'Italie et le reste à l'Irlande. Tous les emprunts et prêts correspondants sont assortis d'un taux d'intérêt fixe - lequel s'échelonne entre 7¼ et 8¼% selon la durée des crédits, leur libellé et la date de conclusion des opérations - et leur durée initiale moyenne est supérieure à 5 ans.

Par ailleurs, il est à noter que le Conseil des Communautés européennes a adopté, le 16 mars 1981, un Règlement aménageant le mécanisme des emprunts communautaires destinés au soutien des balances des paiements des Etats membres. Cet Acte remplace les deux Règlements précités qui avaient établi le mécanisme en février 1975; il se caractérise essentiellement par une simplification des procédures de mise en œuvre des emprunts communautaires et par un relèvement sensible du plafond global appliqué à ces derniers. Avec une limite de 6 milliards d'Ecus, le potentiel de prêt du mécanisme a pratiquement triplé par rapport au volume antérieur.

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

Au cours de la séance du Conseil tenue le 11 novembre 1980, le Président a annoncé que M. Marcel Théron allait quitter prochainement son poste de suppléant de M. de la Genière. Le Président a exprimé à M. Théron la gratitude de la Banque pour les services éminents qu'il lui a rendus.

Le Président a informé le Conseil, lors de sa séance du 9 décembre 1980, que M. de la Genière avait nommé M. Jacques Waitzenegger pour être son suppléant en l'absence de M. Gabriel Lefort, successeur de M. Théron.

M. Lars Wohlin, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 31 mars 1981, a été réélu, conformément à l'article 27(3) des Statuts, à la séance du Conseil du 10 mars 1981, pour une nouvelle période de trois ans qui prendra fin le 31 mars 1984.

Lord O'Brien of Lothbury, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 6 mai 1981, a été nommé de nouveau à ce poste en avril 1981, pour une nouvelle période de trois ans, par M. Gordon Richardson, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, conformément à l'article 27(2) des Statuts.

M. René Larre, Directeur Général de la Banque depuis le 1er mai 1971, a pris sa retraite le 21 février 1981. Au cours de la séance du Conseil tenue le 10 février 1981, le Président a exprimé à M. Larre la profonde gratitude de tous les membres du Conseil pour la distinction avec laquelle il s'est acquitté de toutes ses responsabilités ainsi que leur sincère appréciation des éminentes qualités qu'il a manifestées dans l'exercice de ses fonctions.

Conformément à la nomination officielle faite par le Conseil lors de sa séance du 9 septembre 1980, le Dr Günther Schleiminger, qui était Directeur Général Adjoint de la Banque depuis le 1er janvier 1978, a succédé à M. Larre, le 1er mars 1981, au poste de Directeur Général. De même, le Professeur Alexandre Lamfalussy a été nommé Directeur Général Adjoint à compter du 1er mars 1981, tout en conservant ses fonctions actuelles de Conseiller économique de la Banque et de Chef du Département Monétaire et Economique, qu'il assume depuis le 1er janvier 1976. Enfin, le Dr Warren D. McClam, M. M. G. Dealtry et M. Rémi Gros ont été nommés Directeurs de la Banque à compter du 1er avril 1981.

Lors de la séance du Conseil du 10 mars 1981, le Président a annoncé que la Banque avait décidé de promouvoir M. Kevin J. Kearney et le Dr Kurt Spinnler au grade de Directeur Adjoint à partir du 1er avril 1981.

CONCLUSION

Le second choc pétrolier a sensiblement aggravé les problèmes auxquels les pays industriels développés font face depuis le milieu des années soixante-dix. Il s'agit, d'une part, de la hausse persistante des prix, accompagnée de la progression insuffisante de l'activité et de l'augmentation du chômage; et, d'autre part, des profonds déséquilibres dans les paiements internationaux et de l'instabilité des changes. Certes, des progrès — modestes — ont été enregistrés, plus récemment, dans la lutte contre l'inflation et dans les économies d'énergie et de pétrole. Certes, les déficits extérieurs ont pu être financés, jusqu'à présent, avec une relative facilité, contrairement aux prévisions alarmistes émises il y a deux ans. Certes, aussi, le Système monétaire européen a constitué un îlot de relative stabilité dans un monde où les cours de change ont subi de fortes variations. Mais les progrès réalisés dans chacun de ces domaines demeurent fragiles et, dans certains cas, ils ont donné naissance à de nouveaux problèmes fort préoccupants.

Il en va ainsi, en tout premier lieu, de la lutte contre l'inflation. Depuis quelques années, les autorités de la plupart des pays occidentaux ont assigné à cette lutte une place prioritaire parmi les objectifs de la politique économique. Elles ont eu raison d'agir ainsi: les événements de ces dernières années ont en effet clairement démontré qu'aucun des autres problèmes du monde économique contemporain — en particulier ceux de la stagnation, du chômage et de l'instabilité des changes — ne peut trouver de solution tant que le processus inflationniste n'est pas enrayé. En plus, il est maintenant généralement reconnu que l'inflation engendre de nombreuses injustices, crée des distorsions structurelles et aboutit à une mauvaise affectation des ressources. Autant de raisons qui justifient pleinement le choix opéré par les gouvernements en matière de priorité politique.

Force est de constater, en revanche, que ces mêmes gouvernements ont eu la main moins heureuse en s'en remettant essentiellement, voire exclusivement, à la politique monétaire pour lutter contre l'inflation. Ce choix n'a pas été, dans la plupart des cas, délibéré; il a été dicté par les difficultés entravant la mise en œuvre simultanée d'autres politiques: politique budgétaire, politique des revenus, mesures visant à stimuler la concurrence et à éliminer les rigidités, tant dans la formation des prix et des revenus que dans l'affectation optimale des facteurs de production. Cependant, qu'il s'agisse d'un choix délibéré ou d'un concours de circonstances, le recours prépondérant à la politique monétaire dans la lutte contre l'inflation soulève des problèmes d'une gravité croissante. Trois d'entre eux méritent une attention particulière dans le cadre de cette Conclusion.

Le premier concerne les effets à court terme de la politique monétaire sur le niveau de l'activité et de l'emploi. Une politique monétaire anti-inflationniste, qu'elle prenne la forme d'un ralentissement de la croissance des agrégats, d'un relèvement délibéré des taux d'intérêt ou d'une raréfaction des fonds, agit en premier lieu sur le niveau des dépenses globales, donc sur l'activité. Cette action est difficilement contestable. Elle est aussi indispensable pour maîtriser l'inflation, même dans des situations, fréquentes aujourd'hui, dans lesquelles la hausse des prix va de pair avec le sous-emploi

des hommes et des outils. En effet, le processus inflationniste ne peut se maintenir durablement que s'il est entériné par une politique monétaire «accommodante»; pour le briser, il faut que celle-ci cesse de l'être.

On peut cependant émettre des doutes quant à la rapidité avec laquelle une politique monétaire restrictive, non accompagnée d'autres moyens d'action, ralentira la hausse des prix. Dans nos sociétés, où l'inflation est devenue un mode de vie, l'évolution tant des prix que des revenus nominaux est désormais peu sensible à l'apparition de capacités de production excédentaires. Dans ces conditions, il est à craindre que, pour avoir une influence notable sur la hausse des prix, le sous-emploi ne doive persister trop longtemps. Les implications politiques et sociales d'une telle option étant difficilement acceptables, on court le risque d'un abandon prématuré non seulement de la politique monétaire restrictive elle-même, mais aussi de toute action anti-inflationniste. Les conséquences d'un tel choix seraient incalculables. Il est donc urgent de rechercher des moyens susceptibles d'accélérer l'incidence «désinflationniste» des politiques monétaires en vigueur actuellement.

Vu l'importance du problème, tous les moyens disponibles mériteraient d'être explorés.

En premier lieu, il faudrait que la détermination des autorités de persister dans leur combat anti-inflationniste soit rendue crédible: l'établissement de cette crédibilité exercera un effet bénéfique sur les anticipations inflationnistes et, partant, sur la formation des prix et le rythme de progression des revenus nominaux. La poursuite et la réalisation d'objectifs monétaires, sous la forme d'agrégats ou sous celle de la stabilité des changes, pourraient jouer un rôle utile dans ce contexte. Il en va de même du maintien des taux d'intérêt à un niveau positif en termes réels. L'action monétaire aurait cependant besoin d'être renforcée par d'autres manifestations de fermeté, la principale devant être, de toute évidence, la réduction du déficit des finances publiques. La persistance d'un besoin de financement important des pouvoirs publics affaiblit singulièrement la confiance que l'on peut accorder à la volonté des autorités de mener une politique anti-inflationniste à son terme. Il peut même en être ainsi là où des résultats satisfaisants sont obtenus dans la poursuite de l'objectif monétaire.

En deuxième lieu, il faudrait s'attaquer, marché par marché, à toutes les rigidités qui font que l'augmentation de la demande aboutit rapidement à la hausse des prix, tandis que l'accroissement de l'offre conduit d'abord à des capacités excédentaires, et seulement tardivement, voire pas du tout, au fléchissement des prix. On a abondamment disserté sur la nécessité de rendre les marchés plus compétitifs, mais peu d'actions ont été entreprises pour créer les conditions économiques d'une reprise de la croissance non inflationniste. La promotion de la mobilité interprofessionnelle de la main-d'œuvre constitue à cet égard une voie de passage obligatoire vers une meilleure adaptation de l'offre à la demande.

Enfin, la mise en œuvre d'une politique appropriée des revenus, fondée sur le consensus plutôt que sur la contrainte, mériterait d'être prise en considération. Certes, la politique des revenus a connu des échecs dans le passé; mais, dans bien des cas, ces échecs étaient dus au fait qu'une telle politique était envisagée comme une alternative à l'orthodoxie monétaire au lieu d'être conçue comme un appui apporté à celle-ci.

C'est grâce à cette deuxième conception que le freinage délibéré de la progression des revenus a donné d'assez bons résultats dans de nombreux pays, dans ceux-là précisément qui ont le mieux réussi à maîtriser l'inflation. Cette coïncidence serait-elle due au hasard?

D'autres problèmes sont nés de la coexistence, assez fréquente, d'une politique monétaire restrictive et d'un déficit, souvent très important, des finances publiques — ce qui est d'autant plus préoccupant que dans la plupart des pays occidentaux le déficit a persisté, ces derniers temps, même pendant les années de croissance satisfaisante. Cette coexistence place les autorités monétaires devant une alternative dont les deux termes sont tout aussi inacceptables. Ou bien elles se résignent au financement monétaire du déficit, et acceptent donc de ne pas neutraliser les impulsions expansionnistes qui en émanent. Elles évitent ainsi, à court terme tout au moins, la montée excessive des taux d'intérêt, mais compromettent du même coup les chances de succès de la politique anti-inflationniste. Ou bien elles refusent le financement monétaire, auquel cas elles provoquent une pénurie de fonds sur les marchés financiers et une forte hausse des taux d'intérêt. Les dépenses des pouvoirs publics étant habituellement inélastiques par rapport aux taux du marché, tout le poids de la politique monétaire restrictive retombera sur le secteur privé — et, en premier lieu, sur les investissements des entreprises. Il en résultera un ralentissement de la formation de capital fixe et, partant, une érosion du potentiel de croissance future de l'économie. Les chances de résorber le chômage, même à plus long terme, seront ainsi compromises.

Une telle évolution rendrait aussi singulièrement difficile l'adaptation de l'appareil de production des pays consommateurs de pétrole à la hausse brutale du prix de celui-ci. Aucun ajustement fondamental aux chocs pétroliers répétés n'est concevable sans un développement des investissements. La substitution de nouvelles sources d'énergie au pétrole, tout comme les économies d'énergie, exigent de substantielles dépenses d'investissement. En plus, le capital rendu désuet par la modification spectaculaire des prix relatifs devrait être remplacé. Or, le taux de rentabilité des entreprises se situe à l'heure actuelle, dans pratiquement tous les pays industriels, à un niveau nettement inférieur à celui qui avait été enregistré avant le premier choc pétrolier. Dans ce contexte déjà difficile, une tension excessive des taux d'intérêt réels pèserait d'un poids inacceptable sur les possibilités d'investissement. D'où l'urgence de modifier le dosage actuel des politiques en réduisant les besoins de financement des pouvoirs publics.

La mise en place de nouvelles méthodes de régulation monétaire a créé, enfin, une troisième série de problèmes. L'expérimentation dans ce domaine est le corollaire naturel du rôle central confié à la gestion de la monnaie dans la lutte contre l'inflation: la politique monétaire n'a de chance de remplir ce rôle qu'en rendant crédible l'engagement des autorités de poursuivre sans relâche leur combat anti-inflationniste; cette crédibilité, à son tour, postule le respect des objectifs «intermédiaires», tels que le taux de croissance des agrégats, la stabilité des changes ou une combinaison de ces deux éléments. La capacité des autorités de réaliser ces objectifs «intermédiaires» acquiert donc une importance proportionnelle à celle qui est assignée à la politique monétaire dans la lutte contre l'inflation. Aussi importe-t-il de rechercher des techniques de régulation efficaces.

Cette recherche est évidemment justifiée, et doit être encouragée. Encore faudrait-il éviter certains écueils: la fixation d'objectifs trop ambitieux, c'est-à-dire irréalisables; la perturbation du fonctionnement des institutions et des marchés financiers; enfin, la création de problèmes au plan international.

C'est aux Etats-Unis que l'expérimentation de nouvelles techniques de régulation monétaire a été poussée le plus loin. En octobre 1979, les autorités américaines ont abandonné la détermination du taux des fonds fédéraux comme objectif opérationnel. En contrepartie, elles s'efforcent à présent de maîtriser la croissance de la masse monétaire en réglant le volume des réserves mis à la disposition du système bancaire. En même temps, le taux des fonds fédéraux fluctue depuis librement, à l'intérieur d'une fourchette beaucoup plus large.

Il n'est guère possible de porter un jugement définitif sur les avantages et les inconvénients de cette technique au terme d'une expérience de dix-huit mois, qui ont été caractérisés à la fois par un cycle conjoncturel court mais brutal et par l'accélération spectaculaire des innovations financières. Une double constatation s'impose néanmoins: les fluctuations des taux d'intérêt à court terme ont atteint pendant cette période une ampleur et une fréquence exceptionnelles; dans le même temps, le rythme d'expansion des agrégats monétaires ne semble pas avoir gagné en stabilité. Le but poursuivi — davantage de précision dans la réalisation des objectifs monétaires à court terme — était-il trop ambitieux? Ou bien ces résultats ne sont-ils que le simple reflet d'imperfections passagères, inhérentes à toute période de rodage, d'une approche monétaire quantitative plus énergique? Ces deux explications comportent vraisemblablement une part de vérité. La réalisation d'objectifs précis à court terme se heurte, à l'évidence, à certaines limites. L'imperfection des données, la rapidité des innovations financières et les modifications, souvent amples et imprévisibles, de la demande de monnaie ne permettent guère de prétendre à la perfection dans la maîtrise des agrégats monétaires. L'expérience des pays qui se sont fixé des objectifs monétaires donne à penser que ces objectifs ne peuvent être atteints que sur une période d'au moins plusieurs trimestres. Il n'en demeure pas moins que les fluctuations marquées des taux d'intérêt et leur instabilité à court terme ont des répercussions néfastes.

Tout d'abord, à l'intérieur de l'économie nationale. Ces fortes fluctuations sont susceptibles d'induire les agents économiques en erreur au sujet de l'orientation générale de la politique monétaire, ces agents continuant à vouloir interpréter, à tort ou à raison, l'intention des autorités à partir de la lecture du niveau et de l'évolution des taux. Elles peuvent engendrer en outre des problèmes dans la gestion des intermédiaires financiers en provoquant, de façon répétée, une inversion de la courbe des rendements. Elles risquent enfin d'aggraver le climat d'incertitude qui entoure déjà naturellement, en période d'inflation, l'évolution des taux d'intérêt à long terme, ce qui peut avoir pour résultat de perturber le marché des obligations et, partant, de freiner l'activité d'investissement.

Mais les difficultés engendrées par les mouvements des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis sont aussi d'ordre international. Ces mouvements sont, en effet, responsables de la forte instabilité du taux de change du dollar vis-à-vis des monnaies européennes depuis le début de 1980. Seuls la livre sterling et le yen ont pu, dans une certaine mesure, échapper à leur influence, grâce à la prédominance de facteurs particuliers agissant sur leurs cours.

L'évolution des cours de change, induite par les mouvements erratiques des taux d'intérêt à court terme, risque de poser des problèmes du fait qu'elle est susceptible de masquer, pendant un certain temps, l'influence des facteurs «fondamentaux», dont le principal est le rythme relatif de l'inflation. Les taux à court terme peuvent avoir un impact déterminant sur les cours de change, soit en raison de l'ampleur de l'écart auquel aboutit leur évolution, soit parce qu'ils amènent les agents économiques à réviser le jugement qu'ils portent sur l'orientation des politiques, soit pour ces deux raisons à la fois. Mais cet impact ne peut durer indéfiniment. Les anticipations finissent par se conformer aux faits observés et l'influence des rythmes d'inflation relatifs reprend, à la longue, le dessus – en provoquant, à son tour, de nouvelles fluctuations des cours de change.

Ceux qui considèrent que des mouvements de change d'une telle ampleur comportent des inconvénients majeurs – et ils sont nombreux dans les économies européennes largement dépendantes du commerce extérieur – ont ce genre de scénario à l'esprit quand ils expriment leur inquiétude à l'égard de techniques opérationnelles qui confient délibérément aux taux d'intérêt à court terme un rôle de simple auxiliaire.

Au terme de cet examen des problèmes posés, quelles conclusions peut-on tirer, dans l'optique d'une institution monétaire internationale, de ces observations?

Certes, tout pays, grand ou petit, doit à l'évidence commencer par assumer ses responsabilités chez lui, s'agissant spécialement de prévenir et de combattre l'inflation. Cependant, étant donné les déséquilibres de paiements extrêmement lourds qui grèvent l'économie mondiale à la suite du second choc pétrolier, il est indispensable de tenir dûment compte, avant d'entreprendre quoi que ce soit sur le plan national, des répercussions qui en découleront pour le reste du monde – cette remarque vaut d'ailleurs pour tous les pays, et pas seulement pour les Etats-Unis. La correction de ces déséquilibres et la nécessité de faire reculer simultanément l'inflation exigent une étroite coopération internationale.

Cette coopération constitue en réalité le meilleur rempart pour prévenir la répétition d'événements du genre de ceux qui marquèrent les années trente et conduisirent finalement à la désintégration de l'économie mondiale. Les signes prémonitoires s'inscrivent clairement sur le mur. Le monde occidental supporte déjà péniblement les conséquences d'avoir toléré trop longtemps une inflation trop élevée. Si, dans la phase décisive de la lutte anti-inflationniste que nous traversons actuellement, la confiance dans l'efficacité de la coopération internationale venait à être ébranlée, le prix à payer serait encore bien plus élevé.

GÜNTHER SCHLEIMINGER
Directeur Général

BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES
AU 31 MARS 1981

ACTIF

BILAN AU
(Avant et après répartition)

	<u>Francs or</u>
Or	5.436.941.670
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	15.977.519
Bons du Trésor	225.598.456
Dépôts à terme et avances	
Or	
A 3 mois au maximum	22.379.031
A plus de 3 mois	18.479.254
Monnaies	
A 3 mois au maximum	9.445.189.964
A plus de 3 mois	<u>3.330.855.371</u>
	12.816.903.620
Titres à terme	
A 3 mois au maximum	446.588.968
A plus de 3 mois	<u>639.640.880</u>
	1.086.229.848
Divers	144.594.448
Terrain, immeubles et installations	<u>1</u>
	<u>19.726.245.562</u>

Note 1: Le franc or équivaut à 0,290 322 58... gramme d'or fin – Article 4 des Statuts. Les éléments d'actif et de passif en dollars EU sont convertis au cours de \$EU 208 l'once d'or fin (équivalant à 1 franc or=\$EU 1,941 49...) et tous les autres éléments en monnaies sur la base des cours du marché par rapport au dollar EU.

Note 2: Au 31 mars 1981, l'or à livrer contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 134.494.016 francs or.

31 MARS 1981

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	397.152.793		417.152.793
Fonds spécial de réserve de dividendes	17.530.055		19.530.055
Fonds de réserve libre	<u>146.730.236</u>		<u>174.730.236</u>
		591.483.397	641.483.397
Dépôts (or)			
Banques centrales			
A vue	4.614.107.305		
A 3 mois au maximum	30.220.844		
A plus de 3 mois	3.874.483		
Autres déposants			
A vue	<u>33.082.685</u>		
		4.681.285.317	4.681.285.317
Dépôts (monnaies)			
Banques centrales			
A vue	262.631.415		
A 3 mois au maximum	11.614.019.644		
A plus de 3 mois	1.906.371.697		
Autres déposants			
A vue	13.307.359		
A 3 mois au maximum	57.131.186		
A plus de 3 mois	<u>4.503.559</u>		
		13.857.964.860	13.857.964.860
Divers		232.804.254	232.804.254
Compte de profits et pertes		67.004.609	—
Dividende payable le 1er juillet 1981		—	17.004.609
		<u>19.726.245.562</u>	<u>19.726.245.562</u>

RAPPORT DES COMMISSAIRES-VÉRIFICATEURS AU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET A L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE DE LA BANQUE DES RÉGLEMENTS INTERNATIONAUX, BÂLE

A notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes y relatives, donnent, sur la base décrite dans la note 1, une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1981 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Nous avons obtenu toutes les informations et toutes les explications que nous avons demandées. La Banque a tenu ses livres d'une manière appropriée; le bilan et le compte de profits et pertes concordent avec les livres et avec les informations et les explications qui nous ont été données.

Zurich, le 29 avril 1981

PRICE WATERHOUSE & CO.

ÉVOLUTION DES RÉSERVES DE LA BANQUE au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1981

en francs or

I. Evolution des Fonds de réserve par suite des affectations au titre de l'exercice 1980-81

	Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre
Soldes au 1er avril 1980, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1979-80	30.070.313	397.152.793	17.530.055	146.730.236
A ajouter: Affectations au titre de l'exercice 1980-81 ...	<u>—</u>	<u>20.000.000</u>	<u>2.000.000</u>	<u>28.000.000</u>
Soldes au 31 mars 1981 tels qu'ils apparaissent au bilan	<u>30.070.313</u>	<u>417.152.793</u>	<u>19.530.055</u>	<u>174.730.236</u>

II. Capital libéré et Fonds de réserve au 31 mars 1981 (après répartition) représentés par des

	Capital libéré	Réserves	Total
Avoirs nets en			
Or	295.703.125	366.317.497	662.020.622
Monnaies	<u>—</u>	<u>275.165.900</u>	<u>275.165.900</u>
	<u>295.703.125</u>	<u>641.483.397</u>	<u>937.186.522</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
Gabriel Lefort, Paris, ou
Jacques Waitzenegger, Paris
A.D. Loehnis, Londres, ou
M. J. Balfour, Londres
Dr Mario Sarcinelli, Rome, ou
Dr Giovanni Magnifico, Rome

DIRECTION

Dr Günther Schleiminger	Directeur Général
Prof. Alexandre Lamfalussy	Directeur Général Adjoint, Conseiller économique
R.T.P. Hall	Chef du Département Bancaire
Dr Giampietro Morelli	Secrétaire Général, Chef de Département
Maurice Toussaint	Directeur
Prof. Dr F. E. Klein	Conseiller juridique, Directeur
Dr Warren D. McClam	Directeur
M.G. Dealtry	Directeur
Rémi Gros	Directeur

Robert Chaptinel	Directeur Suppléant
R. G. Stevenson	Directeur Adjoint
André Bascoul	Directeur Adjoint
Paul A. Hauser	Directeur Adjoint
Joachim Mix	Directeur Adjoint
Dr H.W. Mayer	Directeur Adjoint
Jean Vallet	Directeur Adjoint
Kevin J. Kearney	Directeur Adjoint
Dr Kurt Spinnler	Directeur Adjoint