

# **BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

**CINQUANTE-CINQUIÈME RAPPORT ANNUEL**

**1<sup>ER</sup> AVRIL 1984 - 31 MARS 1985**

**BÂLE**

**10 juin 1985**

## TABLE DES MATIÈRES

	Page
Introduction . . . . .	1
I. Croissance: nouveaux défis . . . . .	3
Chômage et inflation (p. 4); modifications structurelles sur les marchés des capitaux (p. 5); évolution des taux de change et déséquilibres extérieurs (p. 8); situation de l'endettement international (p. 11).	
II. Progrès de la reprise et ajustement structurel . . . . .	13
Faits saillants (p. 13); production et demande (p. 14); cycles du PNB et secteur externe (p. 18), cycles du PNB et composantes de la demande interne (p. 22); inflation (p. 22); cours des matières premières, taux de change et prix à l'importation (p. 25), salaires et coûts de main-d'œuvre (p. 27); emploi et chômage (p. 29); accroissement du chômage dans une perspective à moyen terme (p. 31), emploi (p. 33); politique budgétaire et dosage des politiques (p. 36); mesures de resserrement budgétaire en 1984 (p. 38), aspects internationaux du dosage des politiques (p. 40).	
III. Modifications de la structure des marchés des capitaux . . . . .	42
Faits saillants (p. 42); variations des soldes financiers par secteur institutionnel (p. 43); flux conjoncturels ou structurels (p. 46); évolution de la demande de crédit (p. 48); expansion du crédit total (p. 50), fonds collectés par le canal du système bancaire (p. 50); modifications de la dimension et de la composition des portefeuilles des divers secteurs (p. 53); ratios patrimoine financier/PNB (p. 53), évolution de la composition des portefeuilles (p. 55); évolution des systèmes financiers: concurrence et innovation (p. 60); expansion des opérations de crédit directes (sans intermédiation) (p. 60), intensification de la concurrence (p. 63), effacement des frontières (p. 64); problèmes de politique économique (p. 67).	
IV. Politique monétaire et taux d'intérêt . . . . .	70
Faits saillants (p. 70); évolution de la masse monétaire et des politiques axées sur les agrégats (p. 71); interprétation de l'évolution des agrégats monétaires (p. 76), interprétation de l'évolution du crédit (p. 79); évolution des stratégies fondées sur la fixation d'objectifs et des procédures de régulation monétaire (p. 80); définitions des objectifs (p. 81), systèmes de contrôle direct du crédit (p. 82), gestion de la dette publique (p. 83), procédures d'intervention des autorités sur le marché monétaire (p. 85); objectifs de taux de change et évolution des taux d'intérêt (p. 87); taux d'intérêt à court terme (p. 87), taux d'intérêt à long terme (p. 91), taux d'intérêt réels (p. 92), interaction internationale des différentes stratégies (p. 97).	
V. Echanges et paiements internationaux . . . . .	99
Faits saillants (p. 99); commerce mondial (p. 100); évolution de la balance mondiale des paiements (p. 102); évolution des balances des paiements des Etats-Unis et du Japon	

(p. 105); *Etats-Unis* (p. 105), *Japon* (p. 112); évolution des balances des paiements dans les autres pays du Groupe des Dix (p. 116); évolution des balances des paiements dans les autres groupes de pays (p. 120); *pays développés extérieurs au Groupe des Dix* (p. 120), *Europe de l'Est* (p. 121), *pays en développement non membres de l'OPEP* (p. 121), *état du processus d'ajustement dans les pays en développement non membres de l'OPEP* (p. 124), *pays de l'OPEP* (p. 125).

## VI. Marchés internationaux du crédit et des capitaux . . . . . 127

Faits saillants (p. 127); évolution de l'activité bancaire internationale en 1984 (p. 129); *évolution des agrégats globaux* (p. 129), *évolution dans les divers centres* (p. 133), *évolution de l'activité des banques déclarantes avec les pays extérieurs à la zone déclarante* (p. 135); le marché des obligations internationales (p. 138); modification à plus long terme de la structure des marchés internationaux de capitaux (p. 143); le rôle de l'Ecu dans les opérations bancaires internationales (p. 148); situation de l'endettement international (p. 155).

## VII. La scène monétaire internationale . . . . . 163

Faits saillants (p. 163); évolution des taux de change (p. 164); *les monnaies flottantes* (p. 164), *instabilité accrue des taux de change des autres monnaies vis-à-vis du dollar* (p. 169), *évolution du dollar dans une perspective à plus long terme* (p. 171), *évolution des taux de change au sein du SME* (p. 174); production d'or et marché de l'or (p. 178); réserves et liquidités internationales (p. 182).

## VIII. Activités de la Banque . . . . . 189

Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales (p. 189); opérations du Département Bancaire (p. 192): *passif (composition des ressources)* (p. 193), *actif (utilisation des ressources)* (p. 196), *opérations à terme sur or* (p. 198); bénéfice net et répartition (p. 198); 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. 199); modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction (p. 200).

## Conclusion . . . . . 202

\* \*  
\*

Bilan et compte de profits et pertes au 31 mars 1985.

## LISTE DES TABLEAUX ET GRAPHIQUES

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque)

	Page
<b>Progrès de la reprise et ajustement structurel</b>	
Production industrielle* . . . . .	15
Variations du produit national brut en volume et de ses composantes . . . . .	16
Importations américaines de biens et services . . . . .	18
Comparaisons cycliques des contributions à la croissance du PNB . . . . .	19
Taux de change nominaux, compétitivité et croissance des exportations . . . . .	21
Variations des prix à la consommation . . . . .	23
Evolution des prix à la consommation dans un contexte cyclique . . . . .	24
Cours des matières premières et valeurs unitaires à l'importation* . . . . .	25
Contribution des mouvements des taux de change et des cours des matières premières aux variations des prix à l'importation . . . . .	26
Coûts salariaux dans l'industrie et prix de gros . . . . .	28
Chômage . . . . .	29
Taux de chômage* . . . . .	30
Population active, emploi et chômage . . . . .	32
Evolution générale de l'offre et de la demande de main-d'œuvre, 1960-84 . . . . .	33
Accroissement du PNB nominal et réel . . . . .	34
Evolution du chômage, des salaires et de l'investissement fixe* . . . . .	35
Soldes budgétaires des administrations publiques . . . . .	37
Dépenses des administrations publiques et paiements d'intérêts . . . . .	38
<b>Modifications de la structure des marchés des capitaux</b>	
Soldes financiers par secteur institutionnel* . . . . .	44
Fonds collectés par les secteurs internes non financiers . . . . .	49
Variations du crédit bancaire et de la masse monétaire au sens large . . . . .	51
Stocks d'actifs financiers et endettement des secteurs des ménages et des entreprises . . . . .	54
Composition du portefeuille des ménages* . . . . .	56
Composition du portefeuille des entreprises non financières* . . . . .	58
Evolution de la composition du crédit et de l'intermédiation financière . . . . .	61
<b>Politique monétaire et taux d'intérêt</b>	
Agrégats monétaires: objectifs et évolution* . . . . .	72
Agrégats de la monnaie et du crédit: objectifs et rythme de croissance . . . . .	74
Agrégats monétaires et PNB en termes nominaux et réels* . . . . .	77
Indicateurs du marché monétaire* . . . . .	86
Taux d'intérêt à court et à long terme* . . . . .	88
Facteurs agissant sur la monnaie centrale et les taux d'intérêt à court terme . . . . .	91
Taux d'intérêt réels à long terme . . . . .	93
Déséquilibres épargne/investissement, écarts de taux d'intérêt réels et taux de change réels* . . . . .	95

## Échanges et paiements internationaux

Commerce mondial, 1981-84*	101
Soldes des paiements courants dans le monde, 1982-84	104
Etats-Unis: facteurs de variation de la balance commerciale, 1983-84 (estimations)	105
Etats-Unis: variations de la balance commerciale à l'égard des divers groupes de pays, 1983-84	107
Etats-Unis: balances résumées des opérations en capital, 1983-84	108
Etats-Unis: flux de capitaux identifiés du secteur privé non bancaire, 1983-84	109
Etats-Unis: flux bancaires, 1983-84	110
Etats-Unis: répartition géographique des flux de capitaux identifiés, 1983-84	111
Japon: évolution des échanges par groupe de marchandises, 1983-84	113
Japon: variations dans la répartition géographique des échanges, 1983-84	114
Japon: mouvements de capitaux, 1983-84	115
Pays du Groupe des Dix: structure des flux de capitaux, 1983-84	119
Balances des paiements courants des pays en développement hors OPEP d'Asie et d'Amérique latine, 1982-84	122
Pays en développement non membres de l'OPEP: financement du déficit des paiements courants (estimations), 1982-84	123

## Marchés internationaux du crédit et des capitaux

Prêts sur les marchés internationaux (estimations corrigées des duplications d'écritures): variations des créances extérieures des banques et émissions d'obligations internationales	128
Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale, 1980-84	130
Taux interbancaires à trois mois sur les dépôts en euromonnaies, écarts et taux débiteur de base aux Etats-Unis*	132
Evolution dans les divers centres, 1981-84	134
Activité des banques déclarantes avec les divers groupes de pays en développement (hors OPEP), 1977-84	135
Flux entre les banques de la zone déclarante de la BRI et les groupes de pays extérieurs à la zone, 1978-84 (estimations)	137
Emissions d'obligations internationales	139
Taux des dépôts en euromonnaies et rendements des obligations en dollars EU sur les marchés internationaux et nationaux*	140
Emissions d'obligations internationales par catégorie d'instruments	141
Tendances des marchés internationaux de capitaux, 1981-84*	144
L'Ecu et l'euromarché (Positions internes et externes en monnaies étrangères et en Ecus)	149
Structure du marché bancaire de l'Ecu	151
Rôle des divers centres dans les opérations bancaires en Ecus, à fin décembre 1984	152
Facteurs agissant sur les besoins d'emprunt et recours au financement bancaire international des pays en développement non membres de l'OPEP, 1974-84*	156
Evolution de l'endettement international des pays en développement non membres de l'OPEP, 1973-84*	157

## La scène monétaire internationale

Variations des taux de change bilatéraux du dollar EU par rapport à certaines autres monnaies, 1983-85* . . . . .	165
Variations des taux de change effectifs dans certains pays industriels, 1980-85* . . .	168
Variabilité journalière du taux de change de certaines monnaies vis-à-vis du dollar	170
Taux de change bilatéraux réels du dollar et solde des paiements courants des Etats-Unis, 1972-85* . . . . .	172
Taux de change au comptant dans le mécanisme de change du SME, 1983-85* . . .	175
Indicateurs de convergence et de divergence au sein du SME, 1982-85* . . . . .	177
Production d'or dans le monde (estimations) . . . . .	179
Origine et utilisation de l'or (estimations) . . . . .	180
Cours de l'or en dollars EU, en francs suisses et en rands sud-africains, 1982-85* .	181
Variations des réserves globales, 1982-84 . . . . .	183
Structure des placements des réserves en devises, 1981-84 . . . . .	187

## Activités de la Banque

Evolution du total du bilan au cours des cinq derniers exercices . . . . .	193
Evolution de la composition des ressources au cours des cinq derniers exercices . .	193
Fonds empruntés d'après leur origine . . . . .	195
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée restant à courir . . . . .	195
Répartition d'après leur nature des avoirs à vue et des autres placements . . . . .	196
Dépôts à terme et avances, titres à terme, d'après leur durée restant à courir . . . .	197

# CINQUANTE-CINQUIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à  
l'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE ORDINAIRE  
de la  
BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX  
tenue à  
Bâle, le 10 juin 1985

Mesdames, Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le cinquante-cinquième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1984 et clos le 31 mars 1985.

Après transfert de 2.839.801 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels, le bénéfice net de l'exercice s'élève à 68.366.633 francs or, contre 67.492.877 francs or au titre du précédent exercice.

Le Conseil d'administration recommande à la présente Assemblée générale d'affecter, en application de l'article 51 des Statuts de la Banque, la somme de 13.366.633 francs or au paiement d'un dividende de 145 francs suisses par action.

Le Conseil recommande, en outre, de transférer 22.000.000 de francs or au Fonds de réserve générale et le reliquat du bénéfice net, soit 33.000.000 de francs or, au Fonds de réserve libre.

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1984-85 sera payable aux actionnaires le 1er juillet 1985.

## I. CROISSANCE: NOUVEAUX DÉFIS

La reprise économique dans le monde industriel occidental se trouve maintenant bien engagée dans sa troisième année. Elle a démarré aux Etats-Unis dans les derniers mois de 1982 et n'a cessé d'être stimulée par l'économie américaine. Le processus de reprise s'est à présent diffusé non seulement à tous les pays industrialisés, mais aussi à une grande partie du monde en développement.

Ce renouveau d'expansion a incontestablement exercé des bienfaits considérables sur l'économie mondiale. Il a marqué un tournant à l'issue de la récession la plus longue, et dans certains pays la plus profonde, de l'après-guerre. Il s'est traduit par la création de millions d'emplois dans l'économie américaine et a au moins permis d'enrayer la détérioration de la situation sur les marchés du travail en Europe. Il a grandement facilité les efforts d'ajustement extérieur des pays débiteurs et contribué à désamorcer la crise de l'endettement. Dans un tel contexte, les systèmes bancaires des pays industriels sont parvenus à renforcer leurs fonds propres.

La reprise actuelle présente également d'autres aspects encourageants. Il s'agit avant tout des résultats assez impressionnants obtenus sur le plan de l'inflation. Cette fois, il n'a pas été nécessaire de recourir à un freinage anti-inflationniste de la demande qui, dans le passé, a si souvent entravé la reprise économique après seulement quelques années de croissance. Le mérite en revient en grande partie à la modération de la hausse des salaires nominaux. De plus, par suite de l'évolution relativement satisfaisante des coûts unitaires de main-d'œuvre, la rentabilité des entreprises s'est sensiblement améliorée dans la plupart des pays industriels. L'activité d'investissement s'est accélérée de manière vigoureuse aux Etats-Unis, mais elle s'est également raffermie au Japon et dans quelques pays d'Europe occidentale. En même temps, de nombreux gouvernements ont entrepris une action résolue, souvent couronnée de succès, pour réduire à la fois le déficit du secteur public et le poids des dépenses de l'Etat; de même, ils se sont employés à éliminer ou à atténuer les rigidités structurelles sur les marchés du travail et des biens. Enfin, même l'instabilité fortement accrue, et la baisse récente, du cours de change du dollar ne semblent pas avoir perturbé pour l'instant le climat favorable des affaires dans le monde et n'ont pas non plus provoqué de tensions au sein du Système monétaire européen.

Dans ce contexte somme toute positif — que les observateurs les plus optimistes ne se seraient guère hasardés à prévoir durant les mois de crise de 1982 — le présent Rapport se propose d'examiner quelques secteurs critiques où des difficultés risquent de se poser dans l'avenir. Certaines pourraient compromettre directement la croissance économique en cours dans les pays industriels, voire provoquer une récession prématurée. D'autres risquent d'engendrer un surcroît d'instabilité et d'agitation sur la scène financière et de conduire, en fin de compte, au même résultat.

Dans ce Rapport, l'attention du lecteur est appelée sur quatre domaines de préoccupation: les problèmes étroitement liés du chômage et de l'inflation; les implications, pour la conduite de la politique monétaire et l'activité de surveillance bancaire, de marchés des capitaux de plus en plus intégrés à l'échelle internationale, innovateurs et progressivement libérés des contraintes administratives; l'évolution des taux de change et les déséquilibres des comptes extérieurs entre les pays industrialisés; enfin, la situation de l'endettement international.

### **Chômage et inflation**

Pour le premier de ces domaines, l'une des composantes est ressentie dans toute son acuité, du moins en Europe occidentale, où les divers responsables de la politique économique sont directement confrontés au problème du chômage. Ce qui est perçu moins nettement, en revanche, c'est le fait que, par rapport à l'ampleur du sous-emploi des ressources humaines, les succès remportés dans la lutte contre l'inflation tendent à paraître plus modestes et l'on peut légitimement se demander si ces progrès sont définitivement acquis. Certes, l'évolution des prix a été satisfaisante, si l'on se réfère aux taux d'inflation élevés enregistrés il y a quelques années, et a peut-être même dépassé les espérances. Mais ce succès relatif dans la lutte contre l'inflation ne saurait être isolé du niveau préoccupant du chômage, particulièrement en Europe occidentale. Si, à cet égard, les résultats obtenus par les Etats-Unis sont relativement bons, ils ne sauraient toutefois, pour diverses raisons, être considérés comme pleinement satisfaisants. L'inflation ne s'est pas accélérée aux Etats-Unis jusqu'à présent, malgré un recul sensible du chômage, mais que se passerait-il si le dollar devait revenir à des niveaux plus normaux? D'autre part, les progrès accomplis en Europe occidentale contre l'inflation sont assez remarquables, en dépit de la vigueur du dollar, mais au prix de quel taux de chômage? Le Japon est peut-être le seul pays qui puisse prétendre, non sans raison, que ni l'inflation ni le chômage ne constituent un problème sérieux pour son économie.

Cette situation soulève des questions fondamentales, tant sur le plan de l'analyse qu'en termes de politique économique, qui ne peuvent rester beaucoup plus longtemps sans réponse. Deux faits préoccupants devraient servir de point de départ à une réflexion novatrice, dont le besoin se fait cruellement sentir dans ces deux domaines. Le premier est que des politiques macro-économiques anti-inflationnistes sont appliquées depuis près de cinq ans maintenant dans la plupart des pays occidentaux sans avoir réussi à extirper l'inflation. Le second est que la reprise se trouve à un stade déjà avancé et qu'elle a tout au plus permis d'enrayer la montée du chômage en Europe et de procurer aux Etats-Unis un soulagement qui n'est que partiel et inégalement réparti. Pis encore, les perspectives d'un recul vraiment sensible du chômage en Europe sont limitées, même si la croissance devait se poursuivre à un rythme modéré pendant quelques années.

La conclusion qui se dégage, à l'évidence, de cette double constatation est que quelque chose de fondamental s'est dérégulé dans le mécanisme de formation des prix de nombreux pays industriels occidentaux, tout particulièrement, mais pas uniquement, sur le marché du travail: les prix ne remplissent plus leur rôle d'équilibrage du marché en présence d'une offre excédentaire, alors qu'ils réagissent de façon assez rapide et asymétrique à un excédent de demande. Comment expliquer cela? Une longue période de plein emploi, accompagnée d'une inflation rampante et d'un engagement officiel de s'opposer à toute récession, a-t-elle introduit un déséquilibre dans les anticipations de prix des agents économiques? Le cadre institutionnel à l'intérieur duquel fonctionne le marché du travail — salaires minimaux, allocations de chômage généreuses et prolongées, coût élevé associé à la réduction de la main-d'œuvre excédentaire — a-t-il fondamentalement perturbé les mécanismes de formation des salaires? L'indexation a-t-elle permis à de vastes secteurs de la population de se protéger contre l'érosion des revenus par l'inflation? Les agents économiques doutent-ils du sérieux de l'engagement pris ces dernières années par les autorités de poursuivre la lutte contre l'inflation? Ou estiment-ils simplement que, si la politique monétaire restrictive ne bénéficie pas du soutien d'autres composantes de la politique économique, elle ne parviendra pas, à elle seule, à extirper l'inflation?

Il ne serait pas raisonnable de prétendre connaître les réponses à ces questions, mais, sous l'angle de l'action des autorités, une conclusion importante semble néanmoins s'imposer: si l'on ne parvient pas à conférer une plus grande souplesse, dans les deux sens, au processus de formation des prix et des salaires, on ne peut espérer que nos économies industrielles bénéficient d'une croissance suffisamment rapide pour résorber le chômage dans un avenir proche. Toute accélération marquée de l'activité résultant uniquement d'un assouplissement des politiques macro-économiques risque fort de raviver l'inflation, ce qui mettrait rapidement un terme au processus de croissance lui-même. D'autre part, des taux de croissance suffisamment modérés pour permettre de garder la maîtrise de l'inflation s'accompagneraient sans doute de gains de productivité plutôt que d'un relèvement du niveau de l'emploi, particulièrement en Europe, où les rigidités du marché du travail pourraient parfaitement continuer à orienter la formation de capital fixe vers des investissements destinés à économiser de la main-d'œuvre. La conclusion, plutôt amère, qui en découle, est que, compte tenu de la situation actuelle sur les marchés du travail et des biens, aucune politique *macro-économique*, quel qu'en soit la forme ou le contenu, ne peut, par elle-même, engendrer simultanément le plein emploi et la stabilité des prix. En termes plus positifs, si l'on veut restaurer l'efficacité des politiques macro-économiques, il faut nécessairement doter les marchés d'une souplesse beaucoup plus grande.

### **Modifications structurelles sur les marchés des capitaux**

Un deuxième domaine de préoccupation concerne les modifications structurelles intervenues depuis quelque temps déjà dans l'activité des intermédiaires

financiers et le fonctionnement des marchés des capitaux. Ces changements, de trois types, sont liés dans une certaine mesure. Il s'agit, tout d'abord, des innovations financières, c'est-à-dire de techniques et d'instruments financiers nouveaux. Leur apparition a été favorisée par divers besoins, dont le plus important est le désir des agents économiques de réduire au minimum les coûts dérivant de la fiscalité et des réglementations et de se prémunir contre l'incertitude suscitée par les fluctuations imprévues des taux d'intérêt et des taux de change. Dans de nombreux cas, le progrès technologique facilite la mise en œuvre d'idées novatrices. Les principaux exemples de ces innovations sont l'utilisation croissante des contrats à taux d'intérêt variable, des swaps de taux d'intérêt et de devises, des émissions d'obligations ou d'effets assorties de diverses clauses de mobilisation et de prise ferme, et les marchés à terme d'instruments financiers.

Un deuxième type de modifications, qu'on peut appeler pour plus de commodité «désécialisation institutionnelle», concerne l'effacement des lignes de démarcation entre les diverses catégories d'institutions financières ou entre le rôle des institutions financières et celui des marchés. Ce processus s'est réalisé en partie de manière progressive, dans le cadre des réglementations existantes, souvent d'ailleurs parce que de nouveaux instruments financiers ont été utilisés simultanément par différentes catégories d'intermédiaires. Il a, en outre, été stimulé par l'action délibérée entreprise par les autorités pour assouplir les contraintes administratives. Il résulte, enfin, de la croissance rapide de l'épargne financière et des efforts mis en œuvre à cet égard par les institutions financières pour élargir la gamme des services offerts à leur clientèle.

La troisième catégorie de changements structurels affectant les activités des intermédiaires et des marchés a trait à leur internationalisation; cette évolution, qui s'était amorcée dès les années soixante, se trouve peut-être déjà en phase de ralentissement. Toujours est-il que, de par son ampleur, elle a radicalement modifié la nature de l'intermédiation financière. Elle apparaît, dans son sens le plus large, dans l'expansion considérable des flux internationaux de capitaux, avec des conséquences spectaculaires pour l'évolution des taux de change, comme l'examine la section suivante. D'une manière plus précise, cette internationalisation a surtout touché les systèmes bancaires des pays industriels. Les engagements internationaux des banques se sont gonflés de manière considérable au cours des quinze dernières années, ainsi que l'attestent les données suivantes: part élevée des actifs et passifs extérieurs dans leur bilan; proportion, souvent croissante, des postes du bilan libellés en monnaies étrangères; recours parfois massif au financement interbancaire international et rapport élevé entre les risques-pays et les fonds propres.

Ces changements ont d'amples et profondes implications et affectent l'ensemble du cadre opérationnel des marchés des capitaux et des intermédiaires financiers, surtout aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, bien que les systèmes financiers des autres pays industriels s'en ressentent aussi fortement, ne serait-ce que par le biais des innovations massives qui se sont produites dans le compartiment international de leurs activités. Dans le même temps, tous les systèmes financiers ont dû s'accommoder d'un processus de désinflation qui, presque par

définition, implique des chocs et des risques, au niveau tant national qu'international, ainsi que d'amples fluctuations des taux d'intérêt et d'une instabilité nettement accrue des taux de change. Cette situation est sans précédent dans l'histoire économique; l'expérience antérieure ne peut donc pas servir de guide à l'analyse.

Un aspect positif de ces changements est qu'ils contribuent tous à intensifier la concurrence et à proposer à la clientèle non financière une gamme élargie de services financiers mieux adaptés à ses besoins. En d'autres termes, ils devraient provoquer une réduction des coûts de transaction et assurer une allocation plus efficace des ressources sur les marchés des capitaux. Ils soulèvent en même temps certaines questions assez préoccupantes, dont deux présentent une importance plus particulière. La première concerne l'efficacité de la politique monétaire, surtout dans les pays qui ont adopté des agrégats monétaires comme objectifs intermédiaires. Du fait de l'extension progressive de la gamme d'instruments financiers et de l'effacement des frontières entre les institutions, il est devenu difficile de déterminer quels types d'engagements de quelles catégories d'institutions les autorités doivent retenir comme variable-objectif; et, du fait de la plus grande substituabilité des actifs financiers, il est de plus en plus malaisé d'atteindre l'objectif fixé. En outre, le mécanisme de transmission, autrement dit la manière dont l'objectif intermédiaire influence l'économie «réelle», peut également avoir été affecté par l'innovation financière. Il n'apparaît pas clairement, par exemple, comment et dans quelle mesure des taux d'intérêt variables, ou la possibilité de se couvrir contre les variations des taux d'intérêt par le biais de contrats à terme d'instruments financiers, vont influencer les décisions d'investissement. En somme, la belle simplicité de l'approche fondée sur les objectifs — si tant est que l'on ait jamais pu parler de simplicité — pourrait fort bien se transformer en une grande complexité technique, susceptible de remettre en cause l'un de ses principaux avantages, à savoir sa capacité de modifier les anticipations inflationnistes des agents économiques. Dans ces conditions, la crédibilité de l'action monétaire devient de plus en plus tributaire des résultats finals obtenus, ce qui fait peser un fardeau vraiment très lourd sur la politique monétaire.

La seconde préoccupation suscitée par ces changements concerne leur incidence potentielle sur la stabilité financière. Il est fort possible que des marchés financiers libérés de toute contrainte, hautement concurrentiels et innovateurs, soient aussi stables, sinon plus, que des marchés soumis à des règles strictes imposées par la tradition ou la réglementation officielle — même si, comme on vient de le voir, un tel espoir ne peut reposer que sur des considérations théoriques et non sur l'expérience passée. De toute façon, là n'est pas la question. La déréglementation et l'innovation ne peuvent, surtout dans un cadre international, engendrer du jour au lendemain un marché absolument libre. Ce sont deux éléments d'un long processus, qui risque fort de modifier profondément la rentabilité des diverses catégories d'intermédiaires financiers, de soumettre les responsables bancaires à une difficile période d'apprentissage et d'adaptation et d'assombrir la transparence des institutions, des transactions et des marchés financiers, qui revêt une telle importance pour les décisions des

agents économiques à l'égard des risques encourus. L'activité de surveillance bancaire, sur laquelle il faut s'appuyer pour exercer une action compensatrice de stabilisation, est soumise à une rude épreuve durant cette phase de transition.

### **Evolution des taux de change et déséquilibres extérieurs**

L'une des caractéristiques les plus frappantes de 1984 et des premiers mois de 1985 a été la conjonction d'un dollar très fort et d'un déficit croissant de la balance américaine des paiements courants. Entre le mois de janvier 1980 et le début de mars 1985, le taux de change effectif réel du dollar s'est accru de près de 60%; cette appréciation est intervenue pour un quart environ entre juin 1984 et le début de février 1985. Le déficit de la balance des opérations courantes des Etats-Unis en 1984 a atteint le chiffre énorme de \$100 milliards, qui ne représente pourtant «que» 2¾% du produit national brut de ce pays, soit un pourcentage comparable à celui de l'excédent de la balance des paiements courants du Japon.

Les raisons de cette situation sont, jusqu'à un certain point, assez simples et difficilement contestables. Le déséquilibre extérieur des Etats-Unis est dû pour une partie — près de la moitié environ — à la position en flèche de l'économie américaine dans le cycle par rapport au reste du monde industrialisé. Le protectionnisme étranger a certainement touché nombre d'industries américaines, mais ce phénomène n'est pas vraiment nouveau et n'a probablement pas joué un rôle déterminant dans la détérioration des comptes extérieurs des Etats-Unis. Celle-ci a été essentiellement provoquée par l'appréciation du dollar, qui a considérablement érodé la compétitivité de l'ensemble du secteur de l'économie américaine exposé à la concurrence internationale. Comme ce mouvement de hausse s'est accompagné d'un élargissement du déficit des échanges de biens et services, il ne peut s'expliquer que par l'ampleur des importations de capitaux.

C'est à ce stade que l'analyse devient sujette à controverse. D'aucuns prétendent que la vigueur du dollar n'a fait que refléter la position des Etats-Unis en tant que pôle d'attraction des placements. Par suite de la politique d'allègements fiscaux et de stimulation de l'offre mise en œuvre par l'Administration américaine et du fait de la puissante expansion de l'activité économique qui en est résultée, les perspectives de rendement des investissements sont devenues nettement plus intéressantes aux Etats-Unis qu'ailleurs. Il suffit, pour s'en convaincre, de constater le vif redressement de l'activité d'investissement au sein même de l'économie américaine.

D'autres soulignent le rôle des taux d'intérêt et du déficit budgétaire des Etats-Unis. L'attrait du dollar aurait été conforté par la persistance d'un écart, certes variable, des taux d'intérêt à long et à court terme favorable aux actifs financiers libellés en dollars. Toujours selon cette opinion, le niveau élevé des taux d'intérêt nominaux et réels aux Etats-Unis serait surtout la conséquence de l'ampleur et de la progression de la composante «structurelle» du déficit budgétaire américain. En même temps, la vigueur de la demande interne de crédit, combinée avec la réticence des banques américaines à accroître au même rythme

qu'il y a quelques années leurs créances extérieures sur les pays à hauts risques, a attiré d'importantes entrées de fonds bancaires aux Etats-Unis. L'examen de la balance américaine des opérations en capital semble corroborer ce point de vue. Il montre en effet que les flux bancaires ont massivement contribué aux mouvements de capitaux vers les Etats-Unis; il révèle également que le rôle des flux financiers sensibles à l'évolution des taux d'intérêt a été nettement plus important que celui des investissements directs ou des acquisitions d'actions. Enfin, on peut encore faire valoir, compte tenu en particulier de l'instabilité nettement accrue du dollar durant les premiers mois de 1985, qu'à des niveaux aussi éloignés de la situation fondamentale de l'économie un taux de change peut évoluer de manière autonome — en d'autres termes, que la spéculation peut finir par s'entretenir d'elle-même.

Ces différences dans l'analyse influent évidemment sur le choix des solutions à adopter. Leur importance n'est peut-être pas aussi primordiale lorsqu'il s'agit d'évaluer les dangers de la situation actuelle. Ces dangers sont de trois ordres.

Le premier, qui est également le plus immédiat, concerne la situation des secteurs de l'économie américaine exposés à la concurrence internationale. Par suite de la hausse continue du dollar et de la détérioration de la balance des paiements courants des Etats-Unis, l'expansion vigoureuse de la demande interne n'a guère exercé d'effets stimulants sur la production de ces secteurs. C'est ainsi que la production industrielle américaine n'a pratiquement pas varié au cours de la période de dix mois se terminant en mars 1985. Par voie de conséquence, l'effet stimulant de la reprise américaine sur le niveau de l'emploi a surtout profité aux autres secteurs — services principalement — qui ne sont pas soumis à la concurrence étrangère. Cette situation suscite, à juste titre, des préoccupations au sujet des implications à plus long terme, pour l'évolution sur le marché du travail, d'un retour à des niveaux de taux de change plus normaux. Pour l'heure, le problème le plus urgent est la vague de protectionnisme qui affecte les Etats-Unis et qui pourrait compromettre sérieusement l'expansion future des échanges internationaux. Jusqu'à présent, l'Administration est parvenue, à travers une action judicieuse, à endiguer ces pressions.

En posant comme hypothèse que cette opposition demeure efficace, la deuxième préoccupation, exprimée hors des Etats-Unis, et relative aux conséquences d'un dollar fort pour le reste du monde, ne doit pas être exagérée. Il est vrai que l'appréciation du dollar a engendré dans maints pays industriels une hausse des prix à l'importation et entravé de ce fait les effets des politiques désinflationnistes, encore que cette influence ait été atténuée dans une certaine mesure par la modération correspondante des cours des matières premières libellés en dollars. Il est tout aussi vrai que le décrochage des taux d'intérêt n'a pu être aussi complet que ce qui aurait été souhaitable eu égard à la faiblesse de la demande d'investissement dans un certain nombre de pays industriels. C'est pourquoi les taux d'intérêt réels se sont maintenus à des niveaux relativement élevés, hors des Etats-Unis également. Mais ces deux influences défavorables émanant des Etats-Unis ont été largement compensées par les avantages qu'ont

retirés les autres pays tant du rôle de locomotive joué par l'économie américaine, sans lequel le commerce mondial n'aurait pas connu d'expansion, que de l'énorme déficit américain des paiements courants, sans lequel l'effort d'ajustement extérieur des pays déficitaires aurait été moins efficace et plus douloureux.

La véritable préoccupation à l'échelle internationale doit davantage porter sur l'évolution future que sur la situation présente — c'est-à-dire sur le caractère potentiellement déstabilisateur du dénouement de la situation actuelle. Il est évident que le déficit américain des paiements courants ne peut pas se maintenir à son niveau actuel; il entraîne, en effet, une détérioration rapide du «bilan» international des Etats-Unis, tant et si bien que le pays le plus riche du monde affiche déjà une position extérieure débitrice nette. Si personne ne peut prévoir les limites quantitatives ou temporelles d'un tel développement, il ne fait aucun doute que ces limites existent. Or, étant donné le degré élevé d'intégration des marchés internationaux et la rapidité habituelle avec laquelle les marchés financiers s'adaptent aux modifications des anticipations, le danger réside dans une réévaluation brutale, par les opérateurs, des avantages d'une nouvelle accumulation d'actifs libellés en dollars. Si ce phénomène devait aller au-delà de certaines limites, le niveau des taux d'intérêt aux Etats-Unis s'en ressentirait nécessairement, en raison de l'importance primordiale des flux de capitaux extérieurs dans le financement de l'économie américaine. Comme les marchés de biens et services ne réagissent pas rapidement, le déficit des paiements courants est relativement rigide et *sera* donc financé par des entrées de capitaux. Mais à quels niveaux de taux d'intérêt et de taux de change? Au prix de quels chocs réels ou financiers? Et que se passerait-il si cet ajustement coïncidait avec un ralentissement naturel, voire une récession, de l'économie américaine? Cela n'empêcherait-il pas un recul substantiel des taux d'intérêt aux Etats-Unis, pourtant indispensable pour atténuer les conséquences, sur les plans interne et international, d'un essoufflement de l'économie américaine?

Au moment de mettre sous presse le présent Rapport — le 13 mai — le dollar était inférieur de 8% en termes effectifs à son niveau maximum enregistré durant la seconde moitié de février; son repli était même plus prononcé par rapport à la livre sterling et aux principales monnaies du SME. Si ce mouvement a été parfois brutal et s'est accompagné de brusques accès d'instabilité d'un jour à l'autre, voire d'une heure à l'autre, il n'a pas déclenché pour autant cette séquence d'événements potentiellement déstabilisateurs. Il est d'ailleurs impossible de savoir si cela risque ou non de se produire: on ne peut pas exclure l'éventualité d'un fléchissement modéré et sans à-coups du taux de change actuel à partir de son niveau élevé et insoutenable. Mais l'enjeu est de taille et il incombe aux responsables de la politique économique de tout mettre en œuvre pour éviter l'apparition de perturbations financières, du genre de celles qui viennent d'être évoquées, même si l'on ne peut évaluer, ne serait-ce qu'approximativement, la probabilité d'une telle éventualité. La recherche de solutions visant à résorber de manière ordonnée le déséquilibre extérieur des Etats-Unis est la tâche qui devrait figurer au premier plan des préoccupations des responsables de la politique économique.

### Situation de l'endettement international

L'évolution favorable de la situation de l'endettement international mentionnée dans le Rapport annuel de l'an passé s'est confirmée depuis lors. Conduites sous l'égide du Fonds monétaire international, les négociations de rééchelonnement et de financement entre les principaux pays débiteurs et les banques se sont généralement déroulées de manière satisfaisante. Les obstacles n'ont pas été faciles à surmonter, mais le sens des responsabilités a fini par prévaloir de part et d'autre de la table de négociation. La conclusion de tels accords n'aurait pas été possible sans la poursuite des efforts d'ajustement extérieur entrepris par de nombreux pays débiteurs. Certes, l'obtention d'excédents commerciaux souvent considérables a été grandement facilitée par l'essor de la demande interne aux Etats-Unis et par le déficit extérieur élevé de ce pays ainsi que par la reprise générale dans le reste du monde industrialisé. Dans le même temps, des différences profondes subsistent entre les divers pays débiteurs en ce qui concerne le degré et la nature de leurs efforts d'ajustement et les résultats obtenus — ce qui donne à penser que l'approche cas par cas utilisée pour résoudre les problèmes d'endettement était justifiée.

Malgré ces progrès, on ne peut guère prétendre qu'une solution durable ait été apportée aux problèmes rencontrés par certains pays débiteurs, principalement d'Amérique latine et d'Afrique. Les raisons de cette réserve tiennent à la fois à la situation interne des pays concernés et aux développements qui peuvent se produire sur le plan international.

Les problèmes internes des pays débiteurs d'Afrique sont d'une toute autre nature que ceux des pays d'Amérique latine. L'effort d'ajustement extérieur de nombreux pays africains s'inscrit dans un contexte très défavorable: dénuement le plus total d'importants secteurs de la population, situation catastrophique de l'agriculture frappée par la sécheresse et mauvaise gestion économique, des années durant, qui a transformé un timide mouvement de redressement en un processus de décadence économique. Dans un tel environnement, toute tentative d'assainissement à court terme de l'économie doit s'accompagner de politiques de développement interne à long terme et s'appuyer sur l'aide internationale.

La plupart des pays débiteurs d'Amérique latine sont engagés depuis longtemps déjà sur la voie du développement; ils disposent, en outre, de ressources humaines abondantes et compétentes, d'une base industrielle relativement diversifiée et, très souvent, d'amples ressources naturelles, même énergétiques dans certains cas. D'autre part, ils ont prouvé qu'ils étaient capables en très peu de temps de renverser complètement la situation de leur balance commerciale. On est en droit de se demander, toutefois, si l'ajustement externe s'est accompagné d'un ajustement interne suffisant pour être durable. Deux domaines, dont l'importance relative varie selon les pays, suscitent des préoccupations. Il s'agit, tout d'abord, de l'inflation, qui échappe encore pratiquement à tout contrôle dans un grand nombre de pays et s'est même aggravée dans plusieurs. Il est à tout le moins douteux qu'un ajustement externe durable puisse être mené à bien tant qu'on ne se sera pas attaqué à ce problème et à tout ce qu'il implique

probablement en termes de politiques monétaires laxistes, de taux d'intérêt réels négatifs et d'indexation des salaires. Le second domaine, pour lequel l'expérience des pays d'Asie offre un contraste saisissant, concerne la politique industrielle de repli, toujours protectionniste, qui privilégie la substitution de productions nationales aux importations au détriment d'une expansion des exportations. Des signes d'une évolution positive ont été observés dans certains pays, mais il ne s'agit là que d'exceptions.

Cela dit, le problème de l'endettement revêt une telle ampleur dans un grand nombre de pays d'Amérique latine, et quelques pays d'autres zones géographiques, que, quelles que soient l'intensité et la nature des efforts d'ajustement entrepris, ces pays ne pourront obtenir des résultats durables que si l'environnement international demeure relativement favorable. Dans le cas des pays les plus lourdement endettés, la dette extérieure représente plus de trois fois les recettes annuelles d'exportations. Avec une charge d'intérêts de 11–12%, cela signifie que, pour équilibrer complètement les paiements courants, c'est-à-dire pour être en mesure d'assurer intégralement le service des intérêts sans accroître la dette extérieure, il faut dégager un excédent de balance des opérations courantes (à l'exclusion des paiements d'intérêts) équivalant à plus d'un tiers des recettes d'exportations. Ce ratio s'est légèrement amélioré en moyenne l'an dernier, ce qui confirme que, même en présence d'un endettement extérieur aussi lourd, le rôle de locomotive de l'économie américaine a effectivement compensé l'influence négative des taux d'intérêt élevés sur le dollar. Il importe au plus haut point que cette évolution non seulement ne s'inverse pas mais, si possible, qu'elle s'amplifie. Voilà qui montre l'impérieuse nécessité d'un «atterrissage en douceur» de l'économie américaine; en d'autres termes, les répercussions internationales d'un ralentissement de l'activité aux Etats-Unis doivent être compensées dans une large mesure par une augmentation de la croissance dans les autres pays industriels et s'accompagner d'un recul des taux d'intérêt sur le dollar.

Même si l'on y parvenait cependant, les chiffres qui viennent d'être mentionnés montrent clairement que la plupart des pays fortement endettés ne pourront pas dégager un équilibre extérieur durable s'ils misent uniquement sur une évolution positive de leurs paiements courants. Il faut qu'ils bénéficient également d'un retournement favorable des flux de capitaux spontanés qui ne soit pas de nature à alourdir la charge d'intérêts de leur dette extérieure. Deux catégories de mouvements de capitaux semblent répondre à ce critère: l'investissement direct ou les prises de participations et le rapatriement de capitaux évadés. Dans les deux cas, la confiance joue un rôle essentiel et ne saurait être restaurée sans l'application d'un ensemble approprié de politiques internes.

## II. PROGRÈS DE LA REPRISE ET AJUSTEMENT STRUCTUREL

### Faits saillants

De prime abord, l'année 1984 a été l'une des meilleures que le monde industriel ait connues depuis longtemps. En s'établissant à près de 5% en moyenne, le taux de croissance a été l'un des plus forts jamais enregistrés dans les pays du Groupe des Dix depuis 1973 alors que, parallèlement, de nouveaux progrès ont été accomplis dans la lutte contre l'inflation.

En revanche, le déséquilibre international s'est de nouveau accentué et, en Europe, le chômage s'est maintenu à un niveau élevé. C'est pourquoi l'attention s'est portée de plus en plus sur le contraste entre les politiques macro-économiques suivies aux Etats-Unis et en Europe. Certains observateurs ont estimé que l'approche américaine en matière de politique économique était fondamentalement judicieuse et qu'elle pourrait éventuellement être «exportable». D'autres ont mis l'accent sur les risques – pour le monde dans son ensemble – inhérents aux déficits budgétaires et des paiements courants des Etats-Unis, ainsi que sur la nécessité, pour les autres pays, de poursuivre l'application de politiques d'ajustement structurel à moyen terme.

L'an dernier, les Etats-Unis ont encore conduit le mouvement de reprise comme ils l'avaient fait en 1983. L'expansion extrêmement rapide de la demande interne s'est conjuguée aux effets d'une nouvelle appréciation du dollar pour imprimer un stimulant exceptionnellement puissant au reste du monde, dont le Japon et le Canada ont plus particulièrement bénéficié. En Europe, la croissance s'est également accélérée, mais elle est restée relativement lente en moyenne. Aussi le ralentissement de l'expansion aux Etats-Unis, qui s'est amorcé au milieu de 1984 et est devenu plus perceptible au début de 1985, a-t-il suscité quelques préoccupations.

L'inflation a eu tendance soit à rester faible l'an passé soit, lorsqu'elle se situait encore à un niveau élevé, à continuer de se ralentir. Ceci s'est notamment produit dans quelques pays européens, malgré la dépréciation du cours de change. Les cours en dollars des matières premières ont non seulement fait preuve d'un affaiblissement structurel inattendu, mais ils se sont en outre adaptés dans une certaine mesure aux variations de la monnaie américaine. Plus importante, et riche en enseignements, a été la modération continue des coûts salariaux, qui s'est accompagnée d'une poursuite de la reconstitution des marges bénéficiaires.

Après avoir fortement reculé en 1983, le chômage a fléchi plus lentement aux Etats-Unis l'année dernière. En Europe, en revanche, aucune baisse sensible des niveaux élevés de chômage n'a été obtenue jusqu'à présent, en dépit d'un redémarrage occasionnel de l'emploi.

Des facteurs à plus long terme d'ordre budgétaire, démographique ou liés aux coûts salariaux ont joué un rôle important dans le problème du chômage en Europe occidentale. Etant donné les politiques structurelles menées à l'heure actuelle, la croissance peut rester pendant quelque temps tributaire dans une certaine mesure des stimulants fournis par les marchés extérieurs. Si tel devait être le cas – et compte tenu de l'instabilité du dollar en mars et avril 1985 – il faudrait se pencher en priorité sur le problème du déséquilibre des politiques mises en œuvre aux Etats-Unis. Une action corrective de cette nature pourrait empêcher que des développements perturbateurs aux Etats-Unis mêmes n'inversent de façon brutale l'incidence favorable que ce pays a exercée sur le reste du monde au cours des deux dernières années.

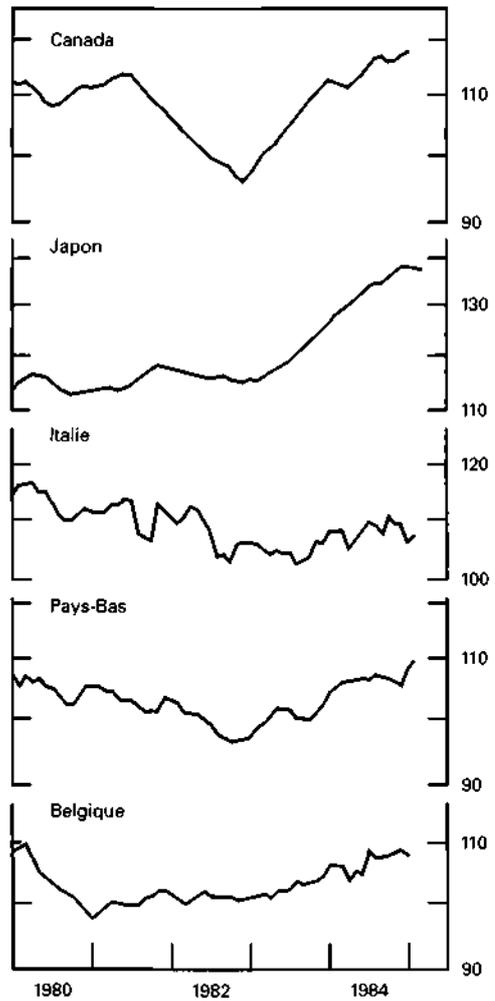
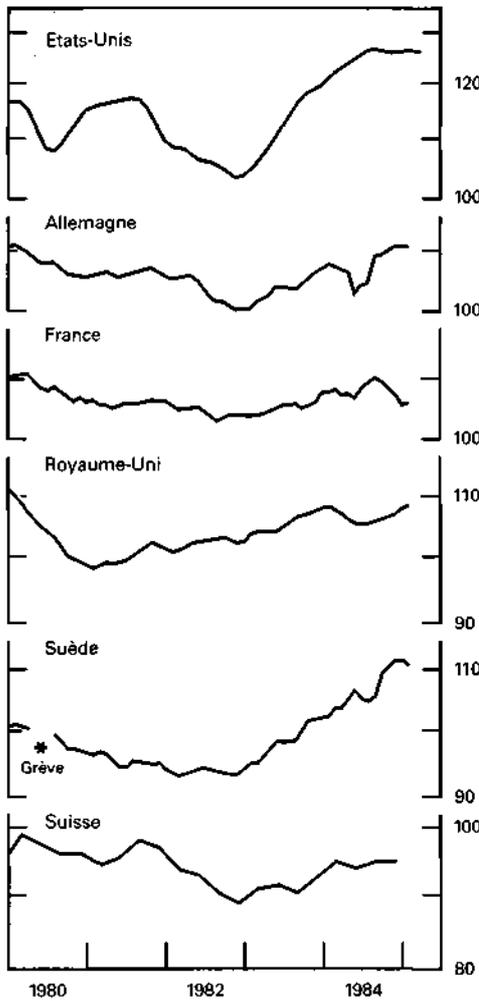
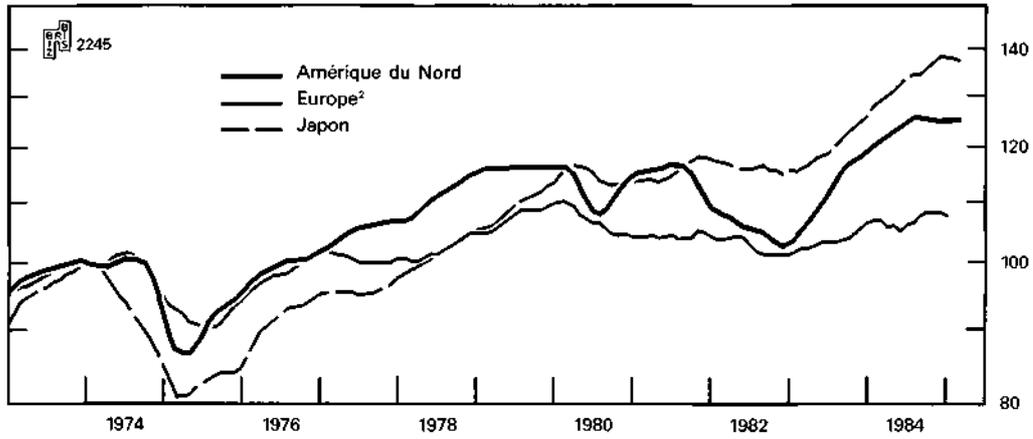
Par ailleurs, des mesures à plus long terme, visant en particulier à maîtriser les dépenses publiques, à alléger la fiscalité et à accroître la souplesse du marché du travail, pourraient alors être poursuivies afin de renforcer les possibilités de la reprise européenne de se nourrir d'elle-même.

### **Production et demande**

La production globale s'est accrue de près de 5% en moyenne l'an passé dans les pays du Groupe des Dix. Il s'agit là d'un des meilleurs résultats enregistrés sur un an depuis 1973. Ce mouvement a prolongé, et amplifié, la reprise déjà perceptible en 1983. Au cours du premier semestre de 1984, la croissance a été particulièrement rapide aux Etats-Unis – quelque 8¼% par an. Il est d'ailleurs possible que, pour le monde industrialisé dans son ensemble, le point supérieur d'inflexion de cette reprise soit maintenant dépassé. Cependant, les craintes d'un ralentissement prononcé de l'activité aux Etats-Unis, suscitées par la publication de chiffres nettement en baisse pour le PNB au troisième trimestre, se sont avérées prématurées. Après s'être chiffré à 1¼% seulement, en cadence annuelle, au cours du trimestre considéré, le taux de croissance est remonté à 4¼% au quatrième. Mais, pendant les trois premiers mois de 1985, divers signes semblaient indiquer de manière plus nette un ralentissement du rythme tendanciel d'expansion aux Etats-Unis.

Les effets à court terme de l'évolution du budget sur la demande ont certainement joué un rôle dans la récente reprise aux Etats-Unis. Il ne faut cependant ni en surestimer l'importance ni les considérer indépendamment des caractéristiques structurelles à plus long terme de l'économie américaine ou du contexte plus vaste de la politique économique. Tout d'abord, il convient de mentionner l'action de la politique monétaire, qui a contribué de manière décisive aux succès enregistrés dans la lutte contre l'inflation à partir de 1979. Ces résultats donnent à penser que l'assouplissement de cette politique au second semestre de 1982 était non seulement possible, mais qu'il pouvait se révéler efficace. D'une manière plus fondamentale, on pourrait également faire état, dans l'économie américaine, d'une certaine capacité d'adaptation sous-jacente du côté de l'offre, que le cadre général de la politique économique s'est récemment efforcé de raviver et de renforcer.

Production industrielle<sup>1</sup>  
Décembre 1973 = 100



<sup>1</sup> Moyennes mobiles trimestrielles; pour l'Amérique du Nord et l'Europe, les indices ont été calculés sur la base de pondérations proportionnelles au PIB et des cours de change de l'année précédente. <sup>2</sup> Comprend l'Allemagne, la Belgique, la France, l'Italie, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.

**Variations du produit national brut en volume et de ses composantes<sup>1</sup>**

Pays	Années	Produit national brut en volume	Consommation		Formation brute de capital fixe			Exportations	Importations	Variation des stocks <sup>2</sup>
			secteur privé	secteur public	investissements productifs	logement	secteur public			
variations annuelles en volume (en %)										
Etats-Unis . . .	1981	2,5	2,0	0,9 <sup>3</sup>	5,5	- 5,5		0,7	7,0	1,1
	1982	- 2,1	1,3	2,0 <sup>3</sup>	- 4,7	-15,0		- 7,8	1,3	- 1,4
	1983	3,7	4,8	- 0,3 <sup>3</sup>	2,5	41,7		- 5,6	7,6	0,5
	1984	6,8	5,3	3,5 <sup>3</sup>	19,8	12,2		4,7	27,0	1,9
	1984 IV	5,7	4,2	7,6 <sup>3</sup>	15,8	2,4		4,3	15,4	0,6
Japon . . . . .	1981	4,1	0,7	5,2	5,6	- 2,5	4,3	15,9	5,4	- 0,1
	1982	3,4	4,3	1,8	3,7	- 0,6	0,4	3,6	2,7	0,0
	1983	3,4	3,4	3,0	3,3	- 5,6	- 0,4	4,6	- 4,5	- 0,6
	1984	5,7	2,7	2,2	11,1	- 1,1	- 1,6	18,1	12,5	0,3
	1984 IV	6,4	2,2	2,1	12,5	0,9	- 0,9	17,7	7,2	0,1
Allemagne fédérale . . .	1981	- 0,2	- 0,6	1,5	- 2,8	- 4,5	- 8,7	8,4	0,7	- 1,6
	1982	- 1,0	- 1,4	- 1,0	- 3,7	- 4,2	- 9,3	4,6	2,2	0,0
	1983	1,3	1,1	0,2	5,0	4,7	- 8,2	- 1,3	0,5	0,7
	1984	2,6	0,6	2,0	1,3	2,4	- 1,4	7,9	5,7	0,6
	1984 IV	2,8	0,3	3,0		1,4 <sup>4</sup>		10,4	4,9	- 0,2
France . . . . .	1981	0,2	2,0	2,2	- 2,4	- 0,1	- 1,8	5,3	1,6	- 1,8
	1982	2,0	3,5	2,6	- 0,4	- 3,4	5,6	- 2,2	6,3	1,6
	1983	0,7	1,1	1,8	- 2,4	- 2,6	2,2	3,8	- 0,7	- 1,9
	1984	1,8	0,5	0,9	0,4	- 6,0	- 3,0	6,9	2,9	0,9
	1984 IV	2,0	0,0	0,1	- 0,1	- 6,4	- 0,7	4,6	3,9	2,2
Royaume-Uni <sup>5</sup>	1981	- 1,4	- 0,3	0,2	- 5,7	- 5,6	-16,3	- 1,8	- 3,4	0,1
	1982	2,0	0,8	0,7	9,1	9,2	0,1	1,0	3,9	0,7
	1983	3,1	3,9	2,5	- 1,3	9,6	12,5	1,4	5,5	0,7
	1984	2,4	1,5	1,0	11,6	1,0	3,7	6,5	8,7	- 0,4
	1984 IV	2,3	1,0	1,5	13,9	- 4,4	- 5,2	9,5	9,8	0,2
Italie . . . . .	1981	0,2	0,5	3,3		0,0 <sup>4</sup>		5,2	- 5,3	- 3,1
	1982	- 0,5	0,5	2,6		- 5,2 <sup>4</sup>		0,7	1,5	0,0
	1983	- 0,4	- 0,3	2,4		- 3,8 <sup>4</sup>		3,3	0,1	- 0,7
	1984	2,6	1,8	2,7		4,1 <sup>4</sup>		7,0	9,6	0,6
	1984 IV	1,7	2,4			5,4 <sup>4</sup>		6,1	12,2	.
Canada . . . . .	1981	3,3	1,7	2,5	7,7	3,9	2,4	3,1	4,5	1,0
	1982	- 4,4	- 2,0	0,7	- 9,1	-21,0	4,2	- 1,6	-11,2	- 3,3
	1983	3,3	3,1	0,3	-12,4	24,7	1,1	6,4	8,1	2,6
	1984	4,7	3,4	2,8	0,5	- 3,8	7,0	19,7	15,5	0,6
	1984 IV	3,7	3,1	2,0	0,4	1,2	7,4	12,5	5,9	- 0,7
Pays du Groupe des Dix <sup>6</sup> . . . . .	1981	1,8	1,2	1,7		0,8		4,9	1,5	0,0
	1982	- 0,5	1,4	1,4		- 3,0		- 0,4	1,7	- 0,6
	1983	2,7	3,3	0,8		3,7		1,0	2,5	0,2
	1984	4,9	3,4	2,9		8,5		8,5	12,1	1,1
	1984 IV <sup>7</sup>	4,7	2,8	4,8		7,5		9,0	9,3	.

<sup>1</sup> Les chiffres de 1984 sont encore provisoires. Ceux de 1984 IV se réfèrent aux variations sur quatre trimestres. <sup>2</sup> En % du produit national brut de l'année précédente. <sup>3</sup> Investissement public compris. <sup>4</sup> Montant total de l'investissement fixe. <sup>5</sup> Les chiffres du PNB indiquent les variations de l'estimation moyenne. <sup>6</sup> Pondérations et taux de change de 1982. <sup>7</sup> Les sept plus grands pays seulement.

Hors des Etats-Unis, la croissance a également été relativement rapide l'an passé au Japon et au Canada (voir tableau ci-dessus). Dans les deux cas, les exportations – et, pour le Japon, les investissements fixes des entreprises – ont joué un rôle important.

En Europe, l'accélération de la croissance a été plus modeste, passant de 1¼% en moyenne en 1983 à 2½% l'an dernier. La demande d'exportations a évidemment constitué un facteur important de cette évolution, en particulier en Allemagne, où le volume total des ventes à l'étranger a progressé de quelque 10½% d'un quatrième trimestre à l'autre. En outre, dans les pays qui ont obtenu les meilleurs résultats dans la réalisation de leurs objectifs budgétaires à plus long terme, on constate actuellement un ralentissement du *rythme* du resserrement budgétaire, et des effets à court terme qui en découlent pour la demande.

Il n'en demeure pas moins que, à l'inverse surtout des Etats-Unis, en Europe l'action des autorités a encore été essentiellement déterminée par la nécessité de poursuivre la réduction des déficits budgétaires. Mais, alors qu'à un stade antérieur du processus désinflationniste l'incidence à court terme sur la demande du resserrement budgétaire avait, dans plusieurs cas, été compensée dans une large mesure par la diminution des taux d'épargne (principalement, sans doute, par suite du ralentissement sensible de l'inflation), les dépenses de consommation ont beaucoup moins bénéficié de ce genre de soutien l'an passé. En effet, dans les trois plus grands pays européens, la progression de ces dépenses a été plus faible qu'en 1983.

Enfin, en Allemagne et au Royaume-Uni, d'importants mouvements de grève ont affecté la production en 1984. Dans le premier cas, c'est surtout l'évolution trimestrielle de la croissance qui s'est trouvée affectée. Au Royaume-Uni, en revanche, le conflit des mineurs a provoqué une contraction de la production sur l'ensemble de l'année, de l'ordre probablement de 1-1½%. Le détournement de demande relativement marqué vers les importations (qui se sont accrues de près de 9%) est en partie, mais en partie seulement, un reflet de cette grève.

Cette analyse ne fait évidemment pas assez ressortir la disparité des résultats, surtout dans l'évolution à court terme entre les Etats-Unis et l'Europe. D'ailleurs, les faits sont éloquentes. Au cours de la période de deux ans se terminant au quatrième trimestre 1984, le taux d'accroissement de la production aux Etats-Unis — 6,1% par an — n'a jamais été aussi rapide sur une telle période depuis vingt ans. Plus important cependant pour le monde dans son ensemble est le fait que la demande interne totale aux États-Unis a progressé à un rythme sensiblement plus rapide que la production interne elle-même — la différence s'étant naturellement reportée sur les importations, stimulant la demande dans le reste du monde. La demande interne s'est gonflée de 8¾% l'an passé aux Etats-Unis, après avoir déjà progressé de 5% en 1983. En d'autres termes, durant les deux dernières années, les Etats-Unis ont contribué pour un peu plus de 70% à l'expansion de la demande globale dans l'ensemble de la zone OCDE, alors qu'en termes de production leur part n'est que de quelque 40%.

Au cours des deux années écoulées, la croissance des importations américaines a donc été de très loin la plus forte de toute la période d'après-guerre, avec quelque 43½% au total. En outre, comme le montre le tableau, même si l'expansion exceptionnellement vigoureuse de la demande américaine a été un facteur important de cette évolution, la hausse du dollar et la perte sensible de

**Importations américaines de biens et services**

Périodes	Variation en volume des importations	Contributions			Variation des importations	
		de la variation de la demande interne totale <sup>1</sup>	des facteurs tendanciels <sup>2</sup>	des facteurs résiduels <sup>3</sup>	en milliards de dollars EU <sup>4</sup>	en % du PNB (hors Etats-Unis) <sup>5</sup>
en % sur deux années						
1er semestre 1967 – 1er semestre 1969 . . .	21,7	9,1	6,7	5,9	10,3	1,1
1er semestre 1971 – 1er semestre 1973 . . .	20,8	11,3	5,5	4,0 (-16,2)	27,9	1,2
1er semestre 1975 – 1er semestre 1977 . . .	29,8	12,8	5,8	11,2 (+ 2,9)	57,9	1,7
2ème semestre 1982 – 2ème semestre 1984	43,4	15,2	4,3	23,9 (+27,1)	113,7	3,0

<sup>1</sup> Sur la base d'une élasticité égale à un.    <sup>2</sup> Calculés sur la base d'une tendance linéaire du rapport des importations à la demande interne totale.    <sup>3</sup> Les chiffres entre parenthèses indiquent la variation du taux de change nominal effectif du dollar sur les trois années se terminant à la fin de la période.    <sup>4</sup> Variation du taux annuel désaisonnalisé des importations.    <sup>5</sup> Zone OCDE (hors Etats-Unis).

compétitivité des Etats-Unis qui en est résultée ont également joué un grand rôle.

Si le poids relatif de l'économie américaine s'est réduit au cours de la période d'après-guerre, la part des importations des Etats-Unis dans le PNB n'en a pas moins continué de s'accroître régulièrement. Par suite, la progression de plus de \$110 milliards du rythme annuel des importations des Etats-Unis depuis le second semestre 1982 a puissamment stimulé la demande réelle dans les autres pays. Il est difficile d'en mesurer avec précision l'incidence en volume par rapport à la dimension des économies des autres pays industriels, mais il s'agit très probablement d'un record – qui pourrait être de l'ordre de 3% du PNB de l'OCDE (hors Etats-Unis).

Pour les Etats-Unis eux-mêmes, il est certain que l'élargissement du déficit commercial a représenté beaucoup plus qu'une simple absorption de l'expansion extrêmement rapide de la demande globale, quel qu'ait pu être le caractère approprié de ce phénomène. La perte de compétitivité des secteurs de l'économie exposés à la concurrence étrangère risquait, en effet, de mettre hors circuit pendant quelque temps des capacités de production par ailleurs viables; elle pouvait également provoquer une intensification des pressions protectionnistes susceptibles, dans certains cas, d'être prises en compte plus longtemps qu'il n'aurait été indiqué. Pour le reste du monde, cependant, les avantages paraissent l'avoir emporté jusqu'à présent sur les inconvénients.

*Cycles du PNB et secteur externe.* L'incidence conjointe de la reprise américaine et de la variation de la compétitivité s'est en général reflétée davantage dans l'évolution des exportations que dans celle des importations du reste du monde. En ce qui concerne les exportations, le Japon et le Canada en ont été les principaux bénéficiaires, encore que, depuis 1980, l'essentiel de la contrepartie en termes de compétitivité des coûts et prix effectifs réels ait profité à l'Europe.

**Comparaisons cycliques des contributions à la croissance du PNB<sup>1</sup>**

Pays et périodes	PNB	Secteur externe			Secteur interne				
		expor- tations	impor- tations <sup>2</sup>	solde extérieur net	demande interne totale <sup>3</sup>	consom- mation privée	dépenses publiques <sup>4</sup>	investis- sement fixe des entre- prises	variation des stocks
variations, en % du PNB, de la période de référence									
Etats-Unis 1982 IV-1984 IV	12,4	0,7	- 3,2	- 2,5	14,9	6,7	0,7	3,5	2,8
cycles précédents	10,7	1,1	- 1,6	- 0,5	11,2	6,6	0,6	1,4	1,1
Japon 1982 IV-1984 IV	10,6	6,2	- 1,7	4,5	6,2	2,6	0,3	3,4	0,4
cycles précédents	18,8	3,3	- 2,9	0,4	18,4	9,0	2,6	4,6	0,4
Allemagne fédérale 1982 IV-1984 IV	6,0	4,7	- 3,7	1,0	5,0	0,8	1,1 <sup>5</sup>	1,4 <sup>6</sup>	1,7
cycles précédents	10,2	4,8	- 3,6	1,2	9,0	4,4	1,1 <sup>5</sup>	1,8 <sup>6</sup>	1,7
France 1982 IV-1984 IV	2,9	2,7	- 1,1	1,6	1,3	0,6	0,2	- 0,2	1,3
cycles précédents	10,9	3,9	- 5,1	- 1,2	12,1	6,6	1,1	1,6	1,6
Royaume-Uni 1982 IV-1984 IV	5,4	3,6	- 5,5	- 1,9	7,2	2,7	1,0	1,5	2,2
cycles précédents	5,8	3,7	- 2,9	0,8	5,0	1,7	1,0	1,2	1,3
Italie 1982 IV-1984 IV	2,9	4,3	- 4,2	0,1	2,8		2,2 <sup>7</sup>	0,6 <sup>6</sup>	
cycles précédents	12,1	4,3	- 2,2	2,1	10,0		7,4 <sup>7</sup>	2,6 <sup>6</sup>	
Canada 1982 IV-1984 IV	11,1	9,0	- 7,5	1,5	9,5	5,1	0,9	- 1,4	3,8
cycles précédents	11,2	4,1	- 5,3	- 1,2	12,4	7,2	1,5	0,3	1,5
Suède 1982 III-1984 III	4,8	4,3	- 0,4	3,9	0,9	- 0,4	0,7	0,5	0,6
cycles précédents <sup>8</sup>	7,6	5,0	- 5,0	0,0	7,6	1,9	1,5	0,3	3,5

<sup>1</sup> La reprise actuelle est comparée au résultat moyen de la période correspondante de deux années des trois cycles précédents. Pour tous les pays, sauf la Suède, on considère que le premier de ces cycles précédents commence au deuxième trimestre 1975 (Suède, quatrième trimestre 1977). Les dates de départ du deuxième cycle sont: Etats-Unis et Canada, quatrième trimestre 1970; France, deuxième trimestre 1971; Japon, troisième trimestre 1971; Allemagne et Suède, quatrième trimestre 1971; Royaume-Uni, premier trimestre 1972; Italie, troisième trimestre 1972. Pour le troisième cycle, les dates sont les suivantes: Etats-Unis, Canada, Japon, Allemagne, France et Italie, deuxième trimestre 1967; Royaume-Uni, troisième trimestre 1966. <sup>2</sup> Un signe moins indique un accroissement des importations. <sup>3</sup> Y compris l'investissement résidentiel. <sup>4</sup> Dépenses publiques totales (courantes et en capital) en biens et services. <sup>5</sup> Non compris l'investissement public. <sup>6</sup> Y compris l'investissement public et la construction de logements. <sup>7</sup> Y compris la variation des stocks. <sup>8</sup> Deux cycles seulement.

Cette contradiction apparente s'explique essentiellement par l'influence dominante de la structure pré-existante des échanges commerciaux. Il n'est pas surprenant que le Canada, qui sortait d'une profonde récession et dont les exportations se dirigent en grande partie vers les Etats-Unis, ait connu, durant les deux années se terminant à la fin de 1984, la plus forte expansion des exportations de tous les pays du Groupe des Dix. Pourtant, avec l'alourdissement relativement important des coûts internes, la compétitivité n'a probablement pas constitué un facteur favorable à cet égard (voir tableau de la page 21). De plus, les importations canadiennes ont, elles aussi, enregistré une forte progression, due en partie à la vive expansion de la demande interne.

Au Japon, la reprise a, sans conteste, été menée par le secteur externe. Bien que les variations de la compétitivité ne semblent pas avoir joué un rôle

important, le marché des Etats-Unis représente environ un tiers des exportations japonaises. En outre, la part de la production interne exportée (mesurée à prix constants) représentait déjà près de 20% en 1982, soit le double du chiffre noté seulement douze ans auparavant. Par conséquent, bien que les exportations japonaises n'aient pas atteint un taux d'accroissement record, leur contribution (arithmétique) à l'expansion du PNB a été plus forte qu'elle ne l'avait été en moyenne durant les trois cycles antérieurs (voir tableau de la page 19). Malgré tout, avec une progression globale de la production de 10½% sur huit trimestres, la reprise est nettement moins vigoureuse que les précédentes, où l'on avait coutume d'enregistrer des taux de croissance beaucoup plus élevés. Comme le révèle le tableau, la faiblesse relative de la demande interne explique en partie cette évolution.

En Europe, les exportations vers les Etats-Unis représentent moins de 10% du total, le Royaume-Uni constituant la principale exception à cet égard. D'autre part, comme indiqué précédemment, la faiblesse du taux de change vis-à-vis du dollar implique généralement une amélioration de la compétitivité (mesurée par référence aux prix ou aux coûts), qui a sans doute affecté non seulement les exportations vers les Etats-Unis, mais également les ventes sur des marchés tiers liés au dollar. D'ailleurs, comme le montre le tableau, dans le contexte d'une reprise considérée comme faible par comparaison avec le passé, la contribution des exportations – même si elle n'a pas été très évidente jusqu'à l'année dernière – n'a pas été loin d'atteindre les moyennes passées. Cependant, dans le cas du Royaume-Uni et de l'Allemagne surtout, un corollaire important de cette évolution est que les impulsions *initiales* de la reprise ont été d'origine interne – ce qui est sans doute dû en partie à la détermination des autorités de s'opposer à l'inflation.

Dans l'ensemble, il apparaît toutefois que la reprise actuelle en Europe repose pour une bonne part sur les exportations. Certains redoutent d'ailleurs que cette contribution ne soit excessive et qu'on soit placé devant l'alternative suivante: ou bien les structures productives s'adaptent de manière inadéquate à ce qui pourrait n'être qu'une évolution temporaire de la demande (les secteurs de l'industrie américaine exposés à la concurrence internationale devant alors subir, dans une certaine mesure, le contrecoup des problèmes qui en résulteraient); ou bien il n'y a aucune réaction importante de l'investissement, que ce soit dans les industries d'exportation elles-mêmes ou dans d'autres compartiments de l'économie (où la demande demeure le plus souvent relativement faible). Ces deux éventualités sont évidemment liées à la question de la durabilité de la reprise à moyen terme.

Cependant, comme mentionné précédemment, la contribution globale des exportations à la demande en Europe n'a pas été exceptionnellement forte en comparaison des cycles précédents. Et, à moins que la composition des exportations vers les Etats-Unis (qui ont naturellement enregistré la progression la plus rapide) ne diffère sensiblement de la moyenne globale, aucune difficulté particulière ne semble devoir être redoutée dans certains secteurs. En outre, l'amélioration des marges bénéficiaires devrait généralement favoriser l'investissement.

Taux de change nominaux, compétitivité et croissance des exportations

Pays	Taux de change effectif nominal	Coûts unitaires de main-d'œuvre: monnaie nationale	Taux de change effectif réel établi sur la base		Croissance cumulée des exportations 1982 IV à 1984 IV <sup>2</sup>
			des coûts unitaires relatifs de main-d'œuvre	des valeurs unitaires relatives des exportations	
indices: 1980 = 100 <sup>1</sup>					en%
Etats-Unis . . . . .	147	111	139	136	9
Japon . . . . .	124	99	106	102	32
Canada . . . . .	112	131	130	100	45
Allemagne fédérale . . . . .	89	106	80	82	16
Pays-Bas . . . . .	88	102	78	92	13
France . . . . .	66	144	84	86	10
Italie . . . . .	67	166	99	90	20
Belgique . . . . .	71	107	66	81	8 <sup>3</sup>
Suède . . . . .	71	122	76	85	20
Royaume-Uni . . . . .	77	121	81	87	14
Suisse . . . . .	99	107	91	91	11

<sup>1</sup> Troisième trimestre 1984. <sup>2</sup> Biens uniquement; volume, chiffres provisoires. <sup>3</sup> Des trois premiers trimestres de 1982 aux trois premiers trimestres de 1984.

Il a déjà été fait état d'une des raisons qui expliquent les résultats moyens réalisés en Europe sur le plan des ventes à l'étranger, à savoir la dimension relativement réduite du marché américain pour les exportations européennes. Une autre explication est que toutes les améliorations qui ont profité à l'Europe en matière de compétitivité de coûts et de prix des exportations se sont aussi concentrées sur un compartiment relativement restreint du marché global de l'exportation. Pour quelques pays également, comme l'Allemagne et les Pays-Bas, les variations des taux de change au sein de l'Europe ont eu tendance à contrecarrer l'incidence de la hausse du dollar en ce qui concerne la compétitivité globale. Le taux de change effectif nominal a alors relativement peu varié depuis 1980 (voir tableau ci-dessus). Dans d'autres pays, comme la France et l'Italie, la forte dépréciation du taux de change effectif nominal a été nettement compensée par la hausse continue des coûts internes. Pour d'autres encore, tels que la Belgique et la Suède, le tableau indique que la dépréciation a été mise à profit pour restaurer partiellement les marges dans le secteur de l'exportation. Il est d'ailleurs probable que, sur le marché américain, l'élargissement de ces marges ait été plus général, ce qui n'est pas aussi évident au niveau global.

En résumé, s'il est vrai que la reprise européenne est devenue fortement tributaire des exportations, ce phénomène ne semble pas avoir revêtu des proportions vraiment inhabituelles. On pourrait donc en déduire que, sous cet angle, la solidité de la reprise n'est pas spécialement – ou anormalement – menacée. Mais, comme les Etats-Unis ne vont sans doute pas jouer indéfiniment un rôle moteur, il est cependant nécessaire qu'ailleurs la reprise parvienne de plus en plus à s'auto-alimenter sur le plan interne. A cet égard, le rôle de l'investissement en capital fixe des entreprises sera particulièrement déterminant.

*Cycles du PNB et composantes de la demande interne.* Le tableau de la page 19 montre également l'évolution comparée de la demande interne et de certaines de ses composantes. En ce qui concerne d'abord l'investissement, il met en relief le rôle extrêmement dynamique de cet élément dans la reprise en cours aux Etats-Unis. Il donne à penser également que ce phénomène n'est sans doute pas uniquement une concentration précoce de réactions — qui se manifestent généralement avec un certain décalage — de l'investissement en présence d'une reprise conjoncturelle généralisée. En effet, pendant les deux premières années de la reprise les investissements des entreprises américaines ont progressé sensiblement plus vite déjà que durant les trois premières années des cycles précédents. Les résultats du Japon, de l'Allemagne et du Royaume-Uni doivent également être considérés comme encourageants.

Compte tenu des engagements à moyen terme visant à restreindre les dépenses publiques, on ne saurait escompter une contribution notable émanant directement de ces dépenses. Or, d'après le tableau, il semble que cela ait été le cas dans l'ensemble. De la même façon, en matière de constitution de stocks, plus la reprise actuelle s'est trouvée alimentée par une expansion cyclique des stocks, plus on peut s'interroger sur son caractère durable. Le Canada est pourtant le seul pays où cette contribution semble anormalement élevée, compte tenu de l'ampleur de la reprise globale. Il est vrai que, de tous les pays industriels, c'est le Canada qui a connu la plus profonde récession en 1982, par suite notamment d'un ajustement brutal des stocks.

Tout compte fait, et du point de vue uniquement de la composition de la demande, le mouvement de reprise ne semble guère montrer jusqu'à présent de signes particuliers de fragilité, mis à part, bien sûr, l'incertitude entourant l'évolution du dollar. Il se poursuit en Europe à un rythme relativement lent en moyenne; toutefois, compte tenu de l'accroissement modéré des capacités ces dernières années, cette situation est peut-être aussi bien une force qu'une faiblesse. Il est d'ailleurs possible que les résultats obtenus dans la lutte contre l'inflation s'avèrent plus importants pour les perspectives d'évolution à plus long terme de la reprise dans la plupart des pays.

## **Inflation**

Malgré la poursuite et la diffusion de la reprise et une certaine reconstitution des marges bénéficiaires, l'inflation a généralement été maîtrisée dans les pays du Groupe des Dix l'an passé. Dans certains cas, en Europe surtout, des progrès notables ont de nouveau été obtenus sur le plan de la stabilité des prix, et ce malgré la poursuite de l'appréciation du dollar. Il est vrai que l'évolution des cours mondiaux des matières premières a été un peu plus modérée que lors des reprises conjoncturelles antérieures et que, plus important encore, les pressions des coûts salariaux sont demeurées modérées la plupart du temps. Cependant, durant les premiers mois de 1985, une certaine inquiétude s'est manifestée en Europe au sujet des menaces qu'une nouvelle hausse de la monnaie américaine ferait peser sur les résultats déjà acquis dans la lutte contre l'inflation.

**Variations des prix à la consommation**

Pays	Variations sur une période de douze mois s'achevant en décembre						1985 mars <sup>1</sup>
	1977	1980	1981	1982	1983	1984	
	en %						
Etats-Unis . . . . .	6,8	12,4	8,9	3,9	3,8	4,0	3,7
Japon . . . . .	4,8	7,5	4,3	1,8	1,8	2,6	1,6
Allemagne fédérale . . . . .	3,5	5,5	6,8	4,6	2,6	2,0	2,5
France . . . . .	9,0	13,7	13,9	9,7	9,3	6,7	6,4
Royaume-Uni . . . . .	12,1	15,1	12,0	5,4	5,3	4,6	6,1
Italie . . . . .	14,8	21,1	17,9	16,3	12,8	8,8	8,6
Canada . . . . .	9,5	11,2	12,1	9,3	4,5	3,8	3,7
Suède . . . . .	12,7	14,1	9,2	9,6	9,2	8,2	7,9
Pays-Bas . . . . .	5,1	6,7	7,2	4,3	3,0	2,8	2,4
Belgique . . . . .	6,3	7,6	8,1	8,1	7,2	5,3	5,7
Suisse . . . . .	1,1	4,4	6,6	5,5	2,1	2,9	3,9
Pays du Groupe des Dix <sup>2</sup> . . . . .	7,2	11,4	9,1	5,2	4,5	4,1	3,9

<sup>1</sup> Variation par rapport à mars 1984.    <sup>2</sup> Pondérations des dépenses de consommation et taux de change de l'année précédente.

Sur une base moyenne pondérée, les prix à la consommation ont augmenté d'un peu plus de 4%, l'an passé, dans les pays du Groupe des Dix. Ce chiffre représente non seulement une nouvelle amélioration par rapport à 1983, mais il marque en outre la poursuite du ralentissement tendanciel de la hausse des prix après deux années de reprise. Bien que ce résultat demeure encore inférieur aux performances réalisées durant la première moitié des années soixante, il n'en est pas moins le meilleur depuis le premier choc pétrolier.

Aux Etats-Unis, où, en présence d'une expansion considérable de la demande, la hausse des prix a été favorablement influencée par l'effet inverse de l'appréciation du taux de change, les prix à la consommation se sont de nouveau accrus de 4%, soit sensiblement au même rythme qu'au cours des deux années précédentes. Au Japon, malgré une légère accélération de caractère technique, la hausse des prix est demeurée très faible en valeur absolue.

En Europe, il est clair que l'influence des taux de change s'est en général exercée dans la direction opposée à celle des Etats-Unis. Néanmoins, des progrès assez tangibles ont parfois été obtenus sur le front de l'inflation, surtout dans les pays connaissant une hausse des prix supérieure à la moyenne et/ou qui avaient vu la reprise démarrer tardivement ou lentement. Ainsi, comme le montre le tableau, l'inflation s'est sensiblement ralentie l'an passé en Italie et en France et, dans ce dernier cas spécialement, à un rythme plus rapide que durant l'année précédente.

Pour apprécier les résultats enregistrés dans ce domaine au cours de la reprise, on peut établir une comparaison avec la phase équivalente des cycles précédents. Pour ces cycles, les chiffres indiqués dans le tableau ci-après se réfèrent, dans la plupart des pays, aux deux périodes d'expansion de 1971-73 et 1975-77 ainsi qu'à une reprise caractéristique de la fin des années soixante. Les

**Evolution des prix à la consommation dans un contexte cyclique**

Pays	Cycle actuel			Moyenne des trois cycles précédents <sup>1</sup>		
	Taux d'inflation au début du cycle	Taux d'inflation après deux années	Variation du taux d'inflation sur deux ans	Taux d'inflation au début du cycle	Taux d'inflation après deux années	Variation du taux d'inflation sur deux ans
	en %, par an					
Etats-Unis . . . . .	3,9	4,0	0,1	5,9	5,3	- 0,6
Japon . . . . .	1,8	2,6	0,8	7,8	9,7	1,9
Allemagne fédérale	4,6	2,0	- 2,6	4,5	4,6	0,1
France . . . . .	9,7	6,7	- 3,0	6,5	7,9	1,4
Royaume-Uni . . . . .	5,4	4,6	- 0,8	12,5	12,2	- 0,3
Italie . . . . .	16,3	8,8	- 7,5	9,1	15,7	6,6 <sup>2</sup>
Canada . . . . .	9,3	3,8	- 5,5	5,2	6,0	0,8
Suède . . . . .	9,6	8,2	- 1,4	10,0	8,7	- 1,3 <sup>3</sup>
Pays-Bas . . . . .	4,3	2,8	- 1,5	7,0	7,7	0,7
Belgique . . . . .	8,1	5,3	- 2,8	7,1	6,5	- 0,6
Suisse . . . . .	5,5	2,9	- 2,6	4,9	2,5	- 2,4 <sup>3</sup>
Pays du Groupe des Dix <sup>4</sup> . . . . .	5,2	4,1	- 1,1	6,6	7,1	0,5

<sup>1</sup> Voir définition dans le tableau de la page 19. Pour la Belgique, les Pays-Bas et la Suisse, on considère que le premier cycle commence au deuxième trimestre de 1975. Les dates de départ du deuxième sont: Belgique et Pays-Bas, quatrième trimestre 1971, et Suisse, deuxième trimestre 1968. Pour le troisième cycle, les dates sont: Belgique, quatrième trimestre 1967, et Pays-Bas, deuxième trimestre 1967. <sup>2</sup> Accélération particulièrement influencée par le premier choc pétrolier. <sup>3</sup> Deux cycles seulement. <sup>4</sup> Taux de change et pondérations du PNB de 1982 pour le cycle actuel et pondérations de 1973 pour les cycles précédents.

deux premières ont, bien sûr, été influencées – dans des directions opposées – par l'incidence exercée sur les prix par l'évolution des cours du pétrole et des matières premières. En effet, la période 1971–73 a conduit à une forte hausse des prix d'origine externe, tandis que celle de 1975–77 s'est accompagnée pendant quelque temps d'un recul des cours des produits de base non pétroliers.

En ce qui concerne, tout d'abord, la variation du taux d'inflation – son accélération ou sa décélération – depuis le début de la reprise, le tableau fait apparaître, comme on pouvait s'y attendre, que cette fois-ci les résultats se sont améliorés, de manière parfois spectaculaire. Auparavant, la hausse des prix avait eu tendance à s'accélérer légèrement durant les deux premières années de reprise, même si l'écart moyen n'est pas considérable (1½ point seulement). En fait, sur la base de cette comparaison, l'évolution récente aux Etats-Unis n'a pas été aussi favorable que précédemment à ce stade puisqu'un léger recul avait été enregistré. Par contre, au Canada, où le redémarrage de l'activité a été également assez vigoureux, l'inflation a nettement régressé cette fois-ci.

En Europe, le ralentissement de la hausse des prix a, dans l'ensemble, été plus rapide au cours de la reprise actuelle; si cette évolution est probablement due en partie à l'apparition plus tardive de la reprise et à son ampleur plus limitée, il ne fait guère de doute que les politiques budgétaires et de l'emploi ont aussi joué un rôle important.

Pour interpréter telle ou telle accélération ou décélération de l'inflation, il convient cependant de tenir compte du point de départ. En effet, au cours du

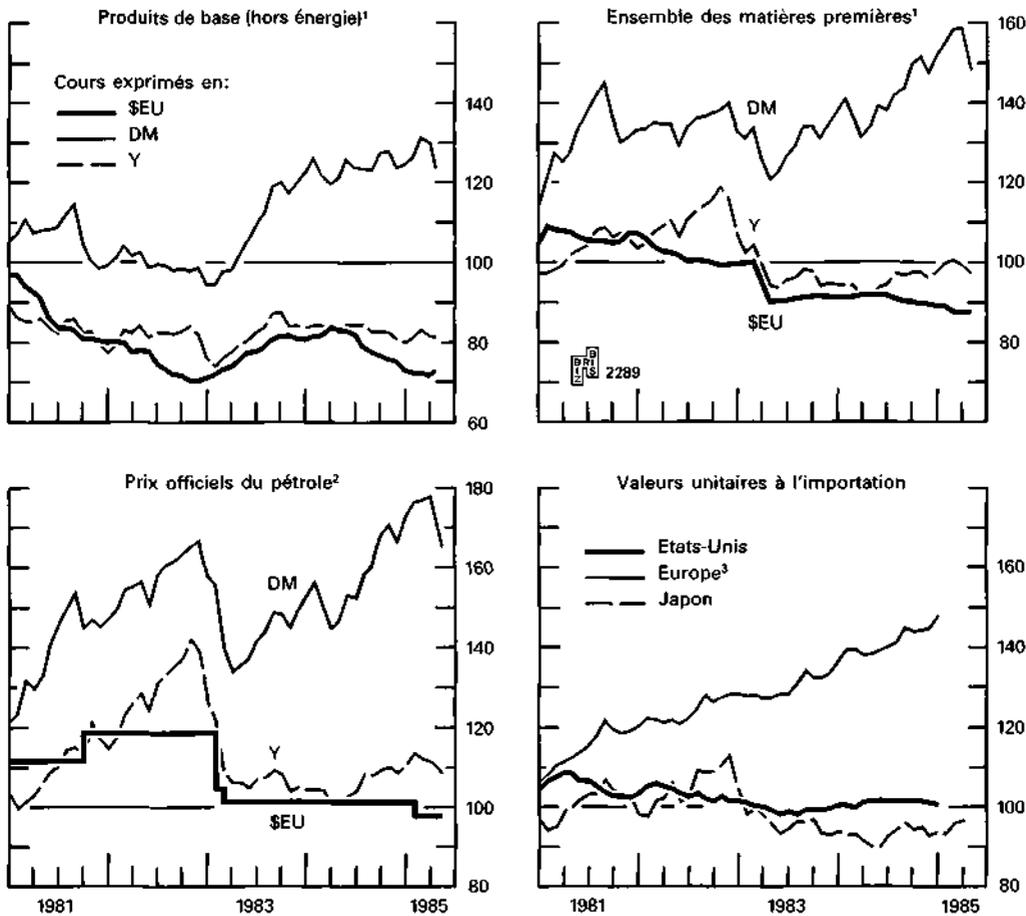
dernier cycle, la hausse des prix est partie d'un niveau moyen légèrement inférieur à celui des trois cycles précédents, des progrès ayant été obtenus rapidement, spécialement au Royaume-Uni et (encore plus tôt) au Japon, ainsi qu'aux Pays-Bas et aux Etats-Unis mêmes.

Cette constatation, ajoutée au fait que les plus fortes réductions de l'inflation se sont parfois produites là où elles étaient le plus nécessaire, donne à penser que la situation générale en matière de hausse des prix au terme des deux premières années de reprise est nettement meilleure qu'elle ne l'était aux stades comparables des périodes relativement récentes. A la fin de l'année dernière, le taux d'inflation moyen dans les pays du Groupe des Dix se situait à environ trois points au-dessous du niveau atteint précédemment au même stade du cycle.

*Cours des matières premières, taux de change et prix à l'importation.* Si l'on considère les pays industrialisés dans leur ensemble, on constate qu'en 1984 également la pression des prix internationaux a été relativement faible. Le prix

Cours des matières premières et valeurs unitaires à l'importation

Indices: 1980 = 100



¹ Indice HWWA, établi à partir des cours en dollars EU. ² Brut «Arabian light». ³ Comprend l'Allemagne, la Belgique, la France, l'Italie, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.

Contribution des mouvements des taux de change et des cours des matières premières aux variations des prix à l'importation<sup>1</sup>

Pays	1976-80				1980-84			
	Taux de change du dollar EU <sup>2</sup>	Cours du pétrole et des matières premières non pétrolières <sup>3</sup>	Autres facteurs <sup>4</sup>	Ensemble des prix à l'importation	Taux de change du dollar EU <sup>2</sup>	Cours du pétrole et des matières premières non pétrolières <sup>3</sup>	Autres facteurs <sup>4</sup>	Ensemble des prix à l'importation
	en % annuel moyen							
Etats-Unis . . . . .	1,5	3,6	10,4	15,5	- 6,6	- 1,0	7,0	- 0,6
Japon . . . . .	- 6,2	8,3	6,3	8,4	3,1	- 2,0	- 1,6	- 0,5
Allemagne fédérale . . . . .	- 2,1	4,3	5,5	7,7	4,6	- 1,6	1,4	4,4
France . . . . .	- 1,5	4,6	6,2	9,3	10,5	- 1,8	2,7	11,4
Royaume-Uni . . . . .	- 2,7	4,7	6,6	8,6	5,6	- 1,9	6,1	9,8
Italie . . . . .	0,8	6,8	9,7	17,3	13,7	- 2,4	1,9	13,2
Canada . . . . .	3,6	2,0	9,4	15,0	2,3	- 0,6	1,4	3,1
Belgique . . . . .	- 1,4	3,1	6,0	7,7	6,0	- 1,2	6,4	11,2
Pays-Bas . . . . .	- 1,3	4,2	4,8	7,7	3,7	- 1,5	3,1	5,3
Suède . . . . .	0,2	4,1	9,8	14,1	7,1	- 1,3	3,8	9,6
Suisse . . . . .	- 3,0	2,8	3,5	3,3	3,5	- 1,4	0,0	2,1

<sup>1</sup> Calculés sur la base d'équations estimées pour les valeurs unitaires à l'importation. <sup>2</sup> Taux de change nominaux, sauf pour les Etats-Unis (indice des taux effectifs). <sup>3</sup> Indice HWWA, établi à partir des cours en dollars EU. <sup>4</sup> Y compris l'inflation moyenne dans les grands pays industriels, les facteurs tendancielles spécifiques pour chaque pays et les effets des reports des périodes précédentes.

officiel du pétrole brut, qui avait déjà baissé au premier trimestre de 1983, s'est encore replié au début de 1985. Les cours des autres matières premières s'étaient redressés en 1983 – bien qu'à un rythme nettement plus modéré que durant certains cycles antérieurs – mais, à partir du milieu de l'année dernière, ils ont recommencé à fléchir, de manière assez inattendue. A la fin de l'année, ces prix, exprimés en dollars, avaient reculé de près de 10%, annulant ainsi une bonne partie de la hausse de l'année précédente.

Cependant, du fait de la poursuite de la vive hausse du dollar, les bienfaits de cette situation n'ont pas été également répartis. Aux Etats-Unis, les prix à l'importation ne se sont accrus que de 1½% d'un quatrième trimestre à l'autre, revenant ainsi à 2% en dessous de leur niveau de fin 1980. Au Japon, où le pétrole entre pour une part relativement importante dans les achats à l'étranger, les prix à l'importation ont en fait baissé en moyenne l'an passé. En Europe, en revanche, les coûts des importations ont fortement monté en 1984 – à une cadence plus rapide, dans presque tous les cas, que le rythme général de la hausse des prix.

Comme le montre le tableau ci-dessus, le mouvement des taux de change explique évidemment pour une bonne part les différences dans la pression des prix internationaux qui s'est exercée sur les divers pays, en particulier au cours des années 1980-84. Cependant, la différence entre la hausse des prix à l'importation en Europe et aux Etats-Unis risque de donner une impression exagérée de l'effet potentiel, en valeur *absolue*, de l'appréciation du dollar sur l'inflation

en Europe. Deux facteurs compensateurs peuvent avoir joué un rôle à cet égard. Tout d'abord, il est possible que les cours des matières premières en dollars aient eux-mêmes fléchi dans une certaine mesure par suite de l'accroissement de la valeur internationale de leur numéraire. En second lieu, il n'est pas exclu que des hausses des coûts externes aient été partiellement absorbées par les entreprises plutôt que répercutées intégralement sur les prix finals, dans la mesure surtout où l'évolution des coûts internes autorisait une certaine reconstitution des marges en Europe.

Il n'en demeure pas moins que les pays européens ont généralement dû faire face à une certaine pression des coûts externes durant la période sous revue, ce qui a pu les conduire à adopter des politiques légèrement plus restrictives qu'ils ne l'auraient fait autrement, compte tenu de l'évolution des coûts internes.

*Salaires et coûts de main-d'œuvre.* Il convient de souligner que, dans la plupart des pays, les développements intervenus en 1984 ont soit consolidé soit amplifié l'amélioration substantielle déjà observée en 1983 au niveau des coûts internes. Dans ce domaine, le changement de tendance enregistré par rapport à l'expérience des quinze à vingt dernières années apparaît maintenant plus net que pour l'évolution générale des prix. Si cette amélioration pouvait se poursuivre au-delà de la période nécessaire à la reconstitution des marges bénéficiaires, les chances de créer un environnement beaucoup moins inflationniste à moyen terme s'en trouveraient grandement améliorées.

Les deux principaux facteurs de l'évolution des coûts unitaires de main-d'œuvre sont les salaires nominaux et la productivité du travail. A noter cependant que, dans le cadre d'un effort général visant à freiner l'expansion des dépenses publiques et à alléger la charge fiscale, certains pays ont, par exemple, également opéré des réductions des charges sociales qui entrent aussi dans les coûts du travail.

Le tableau suivant montre que les progrès accomplis en matière de coûts durant l'année écoulée et le début de 1985 sont dus pour une part importante au comportement modéré des salaires nominaux. La Suède constitue peut-être la principale exception, le gouvernement de ce pays ayant éprouvé des difficultés l'an passé pour amener les partenaires sociaux dans l'industrie à un accord salarial satisfaisant. En Italie et en France, une nouvelle réduction, nécessaire, de la progression des salaires conventionnels est intervenue; dans le premier cas, elle a été due à la poursuite des efforts visant à modifier le système d'indexation et, dans le second, elle a été réalisée grâce aux efforts mis en œuvre pour influencer de manière plus indirecte l'évolution générale des salaires par le biais de la Commission nationale des prix et à travers une modération de la hausse des salaires du secteur public. Au Royaume-Uni, une certaine déception s'est néanmoins fait jour devant l'impossibilité de parvenir à une nouvelle décélération plus nette des salaires nominaux, compte tenu notamment de la situation sur le plan du chômage.

Face à cette évolution des salaires nominaux, les résultats les plus spectaculaires dans le domaine des coûts unitaires ont été généralement obtenus par les

Coûts salariaux dans l'industrie et prix de gros

Pays	Années	Salaires nominaux <sup>1</sup>	Productivité <sup>2</sup>	Coûts unitaires de main-d'œuvre <sup>3</sup>	Prix de gros <sup>4</sup>
		variations en %, d'un quatrième trimestre à l'autre			
Etats-Unis . . . . .	1982	7,2	1,3	5,8	3,7
	1983	3,9	3,9	0,0	0,8
	1984	4,3	2,4	1,8	1,7
Japon . . . . .	1982	5,2	- 1,4	6,8	1,6
	1983	3,4	9,8	- 5,8	- 3,3
	1984	4,2	8,3	- 3,8	0,5
Allemagne fédérale . . .	1982	5,1	0,6	4,4	3,2
	1983	3,8	7,4	- 3,3	0,8
	1984	3,0	3,9	- 0,9	1,3
France . . . . .	1982	13,1	3,2	9,6	8,5
	1983	10,5	3,1	7,2	14,6
	1984	6,5	3,6	2,8	10,5
Royaume-Uni . . . . .	1982	9,2	3,6	5,4	6,5
	1983	9,7	9,0	0,7	5,6
	1984	8,4	2,5	5,8	6,1
Italie . . . . .	1982	15,5	- 1,8	17,6	12,4
	1983	15,3	2,8	12,2	9,1
	1984	8,0 <sup>5</sup>	7,5 <sup>5</sup>	0,5 <sup>5</sup>	8,8
Canada . . . . .	1982	9,2	0,6	8,5	4,5
	1983	4,8	12,6	- 7,0	3,5
	1984	5,0	8,6	- 3,2	3,7
Suède . . . . .	1982	6,1	0,6	5,5	12,1
	1983	9,2	10,2	- 0,9	9,9
	1984	11,0 <sup>5</sup>	7,5 <sup>5</sup>	3,2 <sup>5</sup>	7,8
Pays-Bas . . . . .	1982	6,5	0,9	5,5	4,7
	1983	1,6	8,9	- 6,7	2,0
	1984	2,0	8,2	- 5,7	3,9
Belgique . . . . .	1982	4,6	3,0	1,5	6,2
	1983	8,3	6,0	2,2	9,0
	1984	7,0 <sup>5</sup>	6,1 <sup>5</sup>	0,8 <sup>5</sup>	3,1
Suisse . . . . .	1982	5,7	1,2	4,4	1,4
	1983	3,1	4,9	- 1,7	0,9
	1984	1,5	2,0	- 0,5	3,3
Pays du Groupe des Dix <sup>6</sup> . . . . .	1982	7,7	0,9	6,7	4,5
	1983	5,5	6,0	- 0,5	2,4
	1984	4,8	4,3	0,5	3,0

<sup>1</sup> Pour les Etats-Unis, l'Italie, la Suède et la Belgique, montant total des coûts de main-d'œuvre; pour les autres pays, salaires et traitements ou rémunérations. <sup>2</sup> Pour le Japon, le Royaume-Uni, l'Italie, le Canada, les Pays-Bas et la Suisse, production par personne employée; pour les autres pays, production par heure. <sup>3</sup> Calculés à partir des salaires nominaux et de la productivité. <sup>4</sup> Pour la France, produits industriels; pour les Etats-Unis, le Royaume-Uni, la Suède et les Pays-Bas, prix à la production; pour les autres pays, indice général des prix de gros. <sup>5</sup> Troisième trimestre. <sup>6</sup> Pondérations du PIB et taux de change de l'année précédente.

pays qui ont enregistré des résultats particulièrement satisfaisants en matière de productivité. Dans la plupart des pays, ces gains élevés de productivité renferment certainement un élément purement conjoncturel, sur lequel on ne peut compter à moyen terme. Cependant, le retour à des taux de progression plus durables de la productivité pourrait être compensé en partie – au niveau des prix – par l'achèvement du processus de reconstitution des marges bénéficiaires. Dans ce cas, dans les pays où les hausses des salaires nominaux se trouvent d'ores et déjà ramenées à des chiffres relativement faibles, il suffirait

peut-être de maintenir le degré actuel de modération des salaires nominaux pour obtenir une évolution satisfaisante à plus long terme de la hausse des prix. Dans d'autres pays, en revanche, notamment en Italie, en Suède, en France et au Royaume-Uni, une nouvelle décélération des salaires nominaux semblerait s'imposer si l'on veut continuer à maîtriser de manière satisfaisante l'inflation.

### Emploi et chômage

Après avoir diminué à un rythme exceptionnellement rapide en 1983, le chômage a régressé plus lentement aux Etats-Unis l'an passé, revenant de quelque 8,5% à un peu plus de 7% d'un quatrième trimestre à l'autre. Comme les taux de chômage en Europe ont continué à monter légèrement en moyenne, le taux global n'a donc que très faiblement baissé en 1984 dans les pays industriels.

Chômage

Pays	1974	1976	1979	1981	1982	1983	1984	1985 mars
	moyennes annuelles, en % de la population active							
Etats-Unis . . . . .	5,6	7,7	5,8	7,6	9,7	9,6	7,5	7,3
Japon . . . . .	1,4	2,0	2,1	2,2	2,4	2,6	2,7	2,6
Allemagne fédérale . . .	2,6	4,6	3,8	5,5	7,5	9,1	9,1	9,4
France . . . . .	2,3	4,3	6,0	7,8	8,8	9,0	10,2	10,6
Royaume-Uni . . . . .	2,6	5,2	5,1	9,9	11,6	12,4	12,6	13,0
Italie . . . . .	5,4	6,7	7,7	8,5	9,1	9,9	10,4	10,6 <sup>1</sup>
Canada . . . . .	5,3	7,1	7,5	7,6	11,0	11,9	11,3	11,2
Suède . . . . .	2,0	1,6	2,1	2,5	3,1	3,5	3,1	3,0
Pays-Bas <sup>2</sup> . . . . .	3,3	6,5	5,1	9,1	12,6	17,0	17,2	16,0
Belgique . . . . .	3,0	6,4	8,2	10,9	12,8	14,1	14,2	14,2
Suisse . . . . .	0,0	0,7	0,3	0,2	0,4	0,8	1,1	1,1
Pays du Groupe des Dix	3,7	5,5	5,0	6,6	8,2	8,6	8,0	8,0

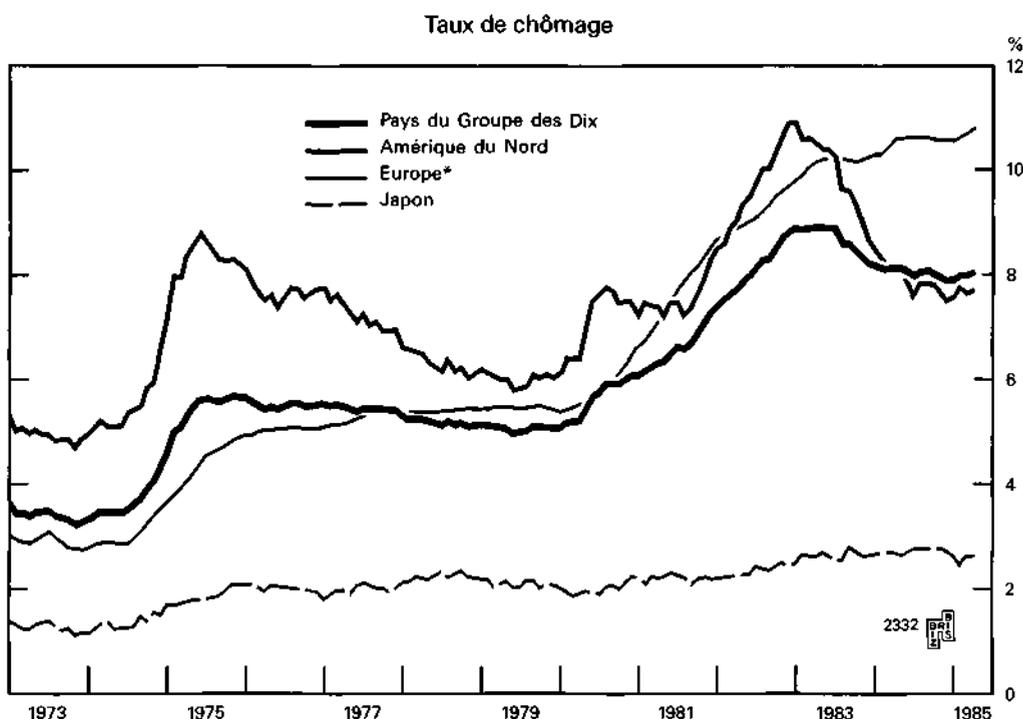
<sup>1</sup> Première semaine de janvier. <sup>2</sup> Nouvelles séries à partir de janvier 1983.

Si l'évolution observée aux Etats-Unis pendant le cycle actuel constitue de toute évidence un cas unique, on constate également que le chômage a fléchi, dans des proportions plus modestes toutefois, par rapport au précédent maximum enregistré au Canada, en Suède et, dans le courant de l'année, en Italie et aux Pays-Bas. De même, en Allemagne, une légère évolution à la baisse s'est amorcée à partir du milieu de 1983, mais cette tendance a été interrompue au début de l'année dernière; un second infléchissement, à la fin de 1984, a de nouveau été stoppé en janvier dernier, du fait en grande partie des conditions atmosphériques particulièrement rigoureuses. Un aspect plus encourageant réside peut-être dans le fait qu'après une baisse de trois à quatre ans le niveau global de l'emploi en Allemagne a recommencé de s'accroître au milieu de l'année dernière.

Au Royaume-Uni, le nombre total des effectifs occupés a marqué une progression plus soutenue et plus durable. Si cette progression a été due pour une bonne part à la catégorie des travailleurs indépendants, on observe aussi un net accroissement des emplois à temps partiel des femmes mariées n'ayant jamais été inscrites au chômage. En France, également, le chômage s'est encore accru l'an dernier, mais cette évolution tient certainement au fait que la reprise a démarré assez tardivement.

Au Japon, où l'organisation du marché du travail répond à des critères sensiblement différents, le chômage est demeuré relativement faible, même s'il apparaît à ce stade que la reprise a entraîné une augmentation de la population active un peu plus forte que celle du niveau de l'emploi.

En définitive, l'évolution récente du chômage comporte certains aspects encourageants. Celui-ci demeure, malgré tout, exceptionnellement élevé en Europe et peut fort bien ne pas enregistrer de baisse sensible pendant quelque temps. Aussi certains observateurs ont-ils été amenés à préconiser pour l'Europe des politiques s'inspirant plus étroitement du modèle américain et fondées sur la théorie de l'offre. Cependant, mis à part les avantages et inconvénients de cette approche pour les Etats-Unis, rien ne prouve qu'elle puisse convenir ailleurs. Etablir un diagnostic des causes du chômage en Europe est une entreprise à la fois malaisée et sujette à controverse. En effet, s'il est vrai que les variations à court terme de la demande globale et de la production paraissent effectivement



\* Comprend l'Allemagne, la Belgique, la France, l'Italie, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.

avoir une incidence importante sur l'évolution du chômage, on ne peut exclure pour autant que d'autres facteurs structurels à plus long terme aient également pu intervenir ou, même, que leur influence soit à présent prépondérante. Si tel est le cas, il faudrait replacer l'analyse du problème actuel du chômage dans une perspective plus large et plus lointaine; cela impliquerait également que toute solution à ce problème exigerait probablement beaucoup de temps et la mise en œuvre d'une gamme de moyens d'action plus vaste que par le passé.

*Accroissement du chômage dans une perspective à moyen terme.* On peut aborder l'analyse de ce problème en partant de la constatation que le chômage représente la simple différence entre l'offre et la demande de main-d'œuvre. Tout d'abord, pour ce qui est de l'offre, le facteur qui semble être le plus fondamental à plus long terme est la croissance de la population totale. En fait, cette croissance a eu plutôt tendance à fléchir légèrement depuis 1973 dans le monde industrialisé. Deux autres facteurs se sont cependant révélés plus importants: les modifications de la pyramide des âges et les variations des taux d'activité, ceux des femmes en particulier.

Avec l'arrivée de la génération du «baby boom» de l'après-guerre sur le marché du travail, l'augmentation de la population en âge de travailler a eu tendance à être plus forte que celle de l'ensemble de la population. Ce phénomène a d'abord été constaté en Amérique du Nord, où il a dépassé maintenant sa phase aiguë. Mais, en Europe, où il est apparu plus tard, il a probablement atteint son maximum au début des années quatre-vingt. Pour l'Europe tout spécialement, il est certain que cette évolution s'est produite au plus mauvais moment, puisqu'elle a coïncidé avec la récession la plus sévère de l'après-guerre.

Les répercussions de l'accroissement de la population en âge de travailler sur la population active dépendent du nombre de personnes qui optent pour la recherche d'un emploi. A cet égard, l'augmentation quasi générale de la proportion de femmes en âge de travailler qui recherchent un emploi semble a priori constituer un facteur prépondérant. En Amérique du Nord, par exemple, les taux d'activité féminine se sont accrus de 41% à 58% au Canada et de 50% à 62% aux Etats-Unis entre 1968-73 et 1979-82. En Suède, ce taux a augmenté de 75%. Dans les autres pays, la progression n'a toutefois pas été aussi marquée.

Ces modifications, relativement plus modestes, des taux d'activité féminine en Europe ont compensé dans une certaine mesure les différences d'évolution de la population en âge de travailler. Cependant, les taux d'activité masculine ont eu, en outre, tendance à diminuer en Europe par rapport à l'Amérique du Nord et au Japon. Il ne fait aucun doute qu'après 1979 cette baisse a revêtu en partie un caractère conjoncturel, la difficulté à trouver du travail ayant exercé un effet de dissuasion. Il se peut d'ailleurs qu'il en ait été également ainsi, à un degré moindre cependant, au cours des années 1973-79 lorsque la situation de l'emploi en Europe s'était tout juste stabilisée. Les mesures prises par les pouvoirs publics, notamment pour encourager la retraite anticipée, ont probablement joué un rôle à cet égard. Dans le cas de la Suisse et de l'Allemagne, en

Population active, emploi et chômage

Pays	Années	Population totale	Population de 15 à 64 ans	Taux d'activité <sup>1</sup>			Population active	Emploi total	Taux de chômage (fin de période) <sup>2</sup>
				hommes	femmes	total			
variations annuelles en %, ou pourcentages									
Etats-Unis . . .	1968-73	1,1	1,8	90,0	50,1	69,7	2,4	2,1	4,8
	1973-79	1,0	1,7	88,4	55,7	71,8	2,6	2,5	5,8
	1979-82	1,0	1,2	87,9	61,8	74,6	1,6	0,3	9,5
Canada . . . . .	1968-73	1,3	2,3	87,3	41,4	64,2	3,1	2,8	5,5
	1973-79	1,3	2,2	87,0	50,0	68,4	3,2	2,9	7,4
	1979-82	1,2	1,6	87,2	58,3	72,7	2,1	0,8	10,9
Japon . . . . .	1968-73	1,5	1,2	89,6	54,8	71,9	1,0	1,0	1,3
	1973-79	1,1	0,8	89,5	53,0	71,0	0,8	0,7	2,1
	1979-82	0,7	0,8	89,1	55,3	72,1	1,0	1,0	2,4
Allemagne fédérale . . .	1968-73	0,8	0,8	91,5	48,4	69,2	0,7	0,7	1,0
	1973-79	- 0,2	0,3	86,7	49,5	67,4	- 0,2	- 0,6	3,3
	1979-82	0,2	1,4	82,8	50,0	66,2	0,7	- 0,5	6,7
France . . . . .	1968-73	0,9	0,9	87,3	49,8	68,3	1,2	1,0	2,6
	1973-79	0,4	0,7	85,0	53,1	68,0	0,8	0,2	5,9
	1979-82	0,5	1,1	82,0	56,8	68,8	0,5	- 0,2	8,0
Royaume-Uni	1968-73	0,3	0,0	93,4	53,4	73,4	0,2	0,2	2,2
	1973-79	0,0	0,3	90,7	57,8	74,0	0,6	0,2	4,6
	1979-82	0,0	0,4	88,8	59,5	74,1	0,2	- 1,9	10,4
Italie . . . . .	1968-73	0,7	0,4 <sup>3</sup>	82,2	29,0	55,0	- 0,1	- 0,2	6,2
	1973-79	0,6	0,8 <sup>3</sup>	80,3	31,2	55,7	1,2	1,0	7,5
	1979-82	0,2	0,8 <sup>3</sup>	80,5	40,2	59,7	1,0	0,5	8,9
Suède . . . . .	1968-73	0,6	0,2	90,2	60,5	75,9	0,8	0,7	2,5
	1973-79	0,3	0,1	90,4	68,9	79,7	1,2	1,3	2,1
	1979-82	0,1	0,4	89,0	75,1	82,5	0,7	0,3	3,1
Pays-Bas . . . . .	1968-73	1,1	1,3	89,1	28,3	58,9	0,6	0,5	2,2
	1973-79	0,7	1,4	81,4	31,7	56,8	1,1	0,5	5,4
	1979-82	0,6	1,3	80,0	37,2	58,9	3,3	1,1	11,4
Belgique . . . . .	1968-73	0,2	0,4	86,0	40,8	63,3	1,0	1,1	2,2
	1973-79	0,2	0,7	82,8	45,2	63,8	0,9	0,0	7,1
	1979-82	0,1	0,1	80,4	48,0	64,1	0,3	- 1,2	11,2
Suisse <sup>4</sup> . . . . .	1968-73	1,0	0,8	103,4	52,5	77,5	1,1	1,1	.
	1973-79	- 0,2	0,2	97,2	49,6	73,4	- 1,2	- 1,3	0,3
	1979-82	0,6	1,2	93,1	50,0	71,4	0,8	0,8	0,4

<sup>1</sup> Moyennes pour les périodes 1968-73, 1974-79, 1980-82. <sup>2</sup> Défini comme le nombre total de chômeurs, en % de la population active totale, ce qui peut différer des définitions nationales utilisées dans le tableau de la page 29. <sup>3</sup> Population de 14 à 64 ans. <sup>4</sup> Main-d'œuvre étrangère saisonnière incluse dans la population active, mais non dans les statistiques sur la population.

Sources : Statistiques historiques OCDE; statistiques OCDE sur la population active.

particulier, la baisse des taux d'activité masculine a été due en partie à l'effet net des flux migratoires, surtout pendant la période comprise entre les deux chocs pétroliers.

La modification de la population active résulte de l'effet net de l'évolution démographique, des taux d'activité et des migrations des travailleurs. Le tableau ci-contre résume la situation globale pour chaque grande région; il montre également la difficulté d'évaluer le rôle exact des variations de la population active dans l'augmentation du chômage. On constate notamment que les deux points de comparaison possibles – à savoir, d'une part, l'évolution antérieure

dans un pays donné et, d'autre part, la situation contemporaine dans les autres pays – conduisent à des conclusions contradictoires. Ainsi, tout au long de la période considérée, l'expansion de la population active en Europe a été nettement plus faible qu'aux Etats-Unis (et même qu'au Canada), ce qui laisserait donc supposer qu'il existe une corrélation inverse entre la croissance de la population active et le problème du chômage. En revanche, la comparaison par rapport aux résultats des périodes antérieures – qui est peut-être la plus riche en enseignements – révèle que l'augmentation récente de la population active en Europe a été relativement forte, même si, durant la première phase 1968-73, elle ne s'est accompagnée d'aucune aggravation sérieuse du chômage.

Evolution générale de l'offre et de la demande de main-d'œuvre, 1960-84

Pays/zone	Années	Croissance:				Taux de chômage <sup>2</sup>
		population active totale	production	productivité	emploi total <sup>1</sup>	
		en %, par an				
Etats-Unis . . . . .	1960-68	1,6	4,6	2,7	1,8	5,5
	1968-73	2,4	3,5	1,4	2,1	3,6
	1973-82	2,3	1,9	0,1	1,8	4,9
	1983	1,2	3,7	2,4	1,3	9,7
	1984 <sup>3</sup>	1,8	6,9	2,6	4,2	7,5
Europe (pays membres de l'OCDE) . . . . .	1960-68	0,3	4,7	4,5	0,2	2,9
	1968-73	0,7	4,9	4,3	0,6	3,4
	1973-82	0,8	1,9	1,9	0,0	3,5
	1983	0,5	1,3	1,9	- 0,5	9,2
	1984 <sup>3</sup>	0,4	2,5	2,7	- 0,2	10,7
Japon . . . . .	1960-68	1,4	10,5	8,9	1,5	1,7
	1968-73	1,0	8,8	8,1	1,0	1,2
	1973-82	0,9	3,8	3,0	0,8	1,3
	1983	2,0	3,4	1,7	1,7	2,4
	1984 <sup>3</sup>	0,5	5,7	5,1	0,5	2,7

<sup>1</sup> Y compris les forces armées. <sup>2</sup> Années choisies: 1960, 1968, 1973, 1982, 1984. <sup>3</sup> Données provisoires.

De toute façon, étant donné que la situation de l'emploi en Amérique du Nord n'est pas aussi grave qu'en Europe malgré une période de croissance plus rapide de la population active, et que des indications discordantes ressortent de la comparaison historique entre les pays européens, il convient à l'évidence de se pencher aussi sur l'évolution de la demande.

*Emploi.* Au niveau de la demande également, il importe d'être plus attentif au coût du facteur travail en tant qu'élément d'accroissement possible du chômage. L'illustration sans doute la plus frappante en est fournie par la comparaison bien connue entre la situation de l'emploi en Amérique du Nord et en Europe. Sur l'ensemble de la période postérieure à 1973, le nombre des emplois s'est accru d'un quart environ tant au Canada qu'aux Etats-Unis, alors qu'en Europe il n'a enregistré, en moyenne, aucune augmentation.

Ce contraste peut s'expliquer – arithmétiquement – de la façon suivante, plutôt surprenante. Aux Etats-Unis, le taux annuel de croissance moyenne de la

population active a été légèrement supérieur à 2% et le taux annuel d'accroissement moyen de la productivité n'a atteint que 0,5%. Par conséquent, pour que la croissance de l'emploi soit conforme à celle de la population active, le rythme annuel d'expansion de la production devait être de quelque 2,5%, résultat pratiquement identique – pour l'ensemble de la période – à celui qui a été obtenu.

En Europe, le taux annuel de croissance moyenne de la population active n'a été que de 0,75%, mais, comme les gains de productivité se sont chiffrés à près de 2%, le taux annuel d'expansion de la production devait atteindre au moins 2,5% – soit un pourcentage à peine supérieur à celui des Etats-Unis. La différence, c'est que le taux annuel effectivement enregistré en Europe a été inférieur d'un peu plus de ¾% au taux requis. Cela ne signifie pas pour autant que, avec un taux annuel d'accroissement de la productivité inférieur d'environ ¾% au chiffre constaté, la croissance de l'emploi en Europe aurait progressé au même rythme que la population active – autrement dit, qu'elle aurait été plus proche du résultat obtenu aux Etats-Unis. L'Europe avait, en effet, un besoin impérieux d'améliorer son efficacité et sa compétitivité.

Rien n'indique d'ailleurs que la croissance de la demande et celle de la production auraient dû, ou pu, être stimulées. On peut, tout d'abord, se demander quelles conséquences en auraient résulté pour les comptes extérieurs des pays européens – ce qui pourrait revêtir une signification toute particulière dès lors que le déficit des Etats-Unis trouve sa contrepartie essentiellement hors d'Europe. Plus fondamentalement, comme indiqué dans le tableau ci-dessous, la comparaison avec les Etats-Unis révèle que, d'une certaine manière, la croissance de la demande en Europe a été de toute façon relativement soutenue. En effet, même au cours des deux dernières années de baisse sensible du chômage aux Etats-Unis, la demande nominale en Europe s'est, en moyenne, pratiquement accrue au même rythme qu'outre-Atlantique, à cette différence près qu'aux Etats-Unis cet accroissement a été davantage le fait de la production réelle que des prix.

Accroissement du PNB nominal et réel

Pays/zone	Rubriques	1968-73	1973-79	1979-82	1982-84	1973-84
		accroissement annuel, en %				
Etats-Unis . . . . .	PNB nominal	8,7	10,5	8,3	9,3	9,7
	PNB réel	3,5	2,8	0,0	5,3	2,5
Europe OCDE . . . . .	PNB nominal	12,2	14,1	15,5	9,5	13,6
	PNB réel	4,9	2,5	0,7	1,9	1,9
Japon . . . . .	PNB nominal	16,3	11,7	6,6	5,1	9,1
	PNB réel	8,8	3,6	4,0	4,5	3,9

C'est très probablement dans les facteurs responsables de ce «partage» défavorable de la demande nominale qu'il faut chercher les causes fondamentales de la croissance lente et du chômage élevé en Europe. La liste – plutôt longue – de ces facteurs comporte essentiellement une série de rigidités sur le marché du travail lui-même, l'inflation et – conséquence partielle de cela – un manque

### Evolution du chômage, des salaires et de l'investissement fixe

Echelle de gauche:

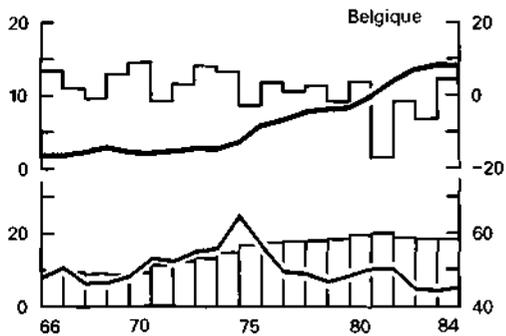
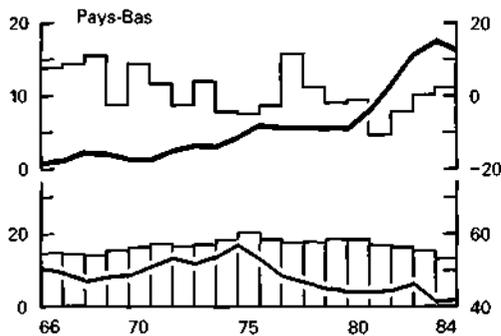
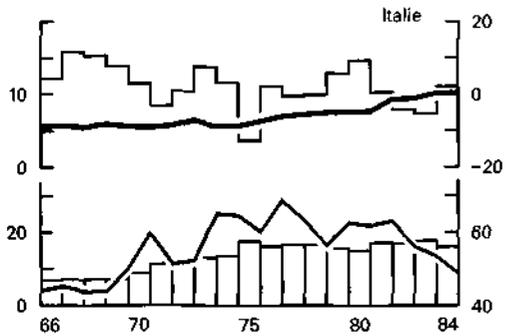
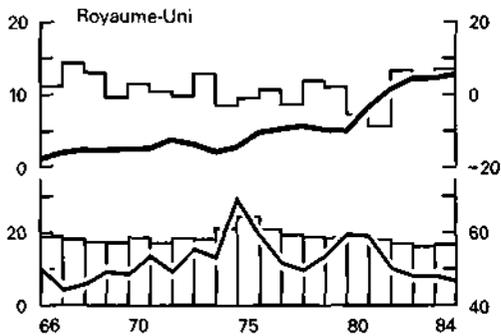
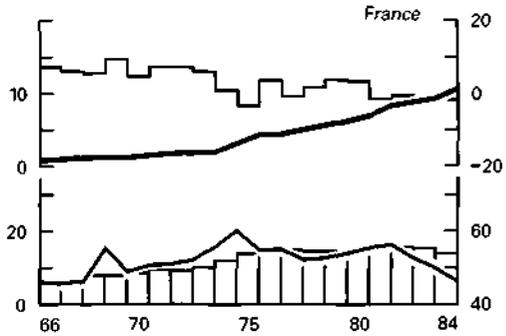
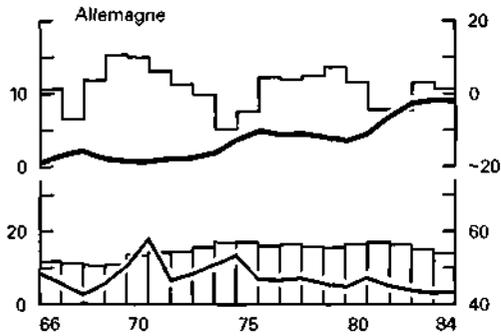
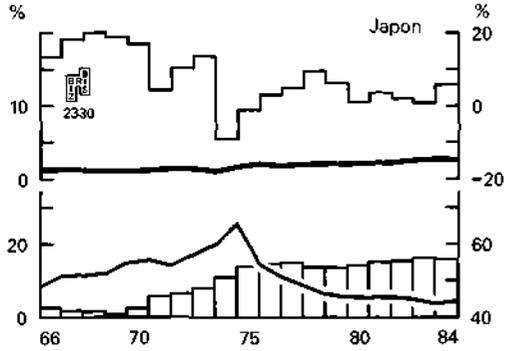
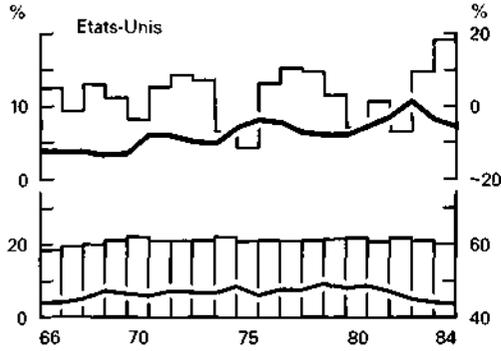
— Taux de chômage

— Taux d'accroissement des salaires nominaux

Echelle de droite:

— Taux d'expansion de l'investissement fixe

▒ Part du facteur travail dans le PIB



d'esprit d'initiative et d'effort dans le secteur privé de l'économie. C'est peut-être au niveau des salaires et des coûts de la main-d'œuvre que ce problème s'est fait le plus sentir.

On ne peut invoquer uniquement le manque de souplesse des salaires face aux pertes de revenu réel qu'ont impliquées inévitablement les fortes hausses des prix à l'importation d'une matière première essentielle. L'évolution des salaires nominaux constituait déjà une importante source de pressions inflationnistes sur les coûts — en particulier vers la fin des années soixante. Aussi, dès qu'il est apparu nécessaire de freiner l'inflation d'une manière générale, cette action a comporté le risque que l'une de ses principales composantes ne réagisse pas suffisamment, ou qu'elle le fasse avec une rapidité insuffisante.

En plus du phénomène des salaires nominaux, de nombreux observateurs ont récemment attiré l'attention sur le comportement des coûts salariaux réels et sur leurs implications pour la rentabilité de l'entreprise. Ce qui importe à cet égard, c'est le coût supporté par l'employeur, qui s'est bien souvent ressenti de l'accroissement sensible des charges sociales consécutif à l'augmentation rapide des dépenses publiques. Les coûts d'embauche et — surtout — de licenciement se sont également accrus sous l'effet des diverses modifications de la législation du travail. Il en est résulté, dans de nombreux pays, une progression de la part de la rémunération totale des salariés dans le revenu national. En outre, comme le montre le graphique de la page 35, si l'inflation des salaires nominaux aux Etats-Unis n'a pas atteint certains des niveaux records constatés dans quelques pays d'Europe, la part du facteur travail dans le revenu national n'a pas augmenté non plus avec la même rapidité. Maints observateurs en ont conclu qu'aux Etats-Unis les salaires avaient fait preuve d'une relative souplesse et qu'ils s'étaient mieux adaptés aux nécessités de l'emploi. Sur ce point, la situation a sans doute été encore plus favorable au Japon.

Il est fort probable, enfin, comme l'indique également le graphique, que les salaires nominaux et réels ont contribué conjointement à la forte réduction du taux d'expansion de l'investissement fixe. On peut penser que, de ce point de vue, le ralentissement de la croissance globale a fini dans une certaine mesure par s'auto-alimenter. D'autre part — et, là encore, cette situation contraste avec ce qui s'est passé aux Etats-Unis — le rythme de croissance plus faible du stock de capital signifie de toute évidence que désormais une plus grande proportion du chômage revêt un caractère structurel; il pourrait s'avérer difficile de remédier à cette situation sans procéder à d'importants investissements d'extension de capacités.

### **Politique budgétaire et dosage des politiques**

Depuis quelque temps déjà, on s'accorde à reconnaître la nécessité d'une discipline budgétaire plus rigoureuse. Les déficits du secteur public ont atteint des proportions alarmantes, surtout depuis 1979, et l'accroissement des dépenses publiques n'est généralement pas parvenu, malgré les efforts mis en œuvre pour les réduire, à s'adapter suffisamment à l'expansion beaucoup plus lente des ressources globales depuis le début des années soixante-dix.

**Soldes budgétaires des administrations publiques**

Pays	1968-73	1974-78	1979-80	1981	1982	1983	1984
	en % du PNB						
Etats-Unis . . . . .	- 0,3	- 1,4	- 0,3	- 0,9	- 3,8	- 4,1	- 3,4
Japon . . . . .	.	- 3,4	- 4,1	- 4,0	- 3,6	- 3,5	- 2,6
Allemagne fédérale . . . . .	0,2	- 3,1	- 2,9	- 3,8	- 3,4	- 2,8	- 2,3
France . . . . .	0,7	- 1,1	- 0,2	- 1,8	- 2,5	- 3,3	- 3,3
Royaume-Uni . . . . .	- 0,6	- 4,1	- 3,4	- 3,1	- 2,4	- 3,5	- 3,9
Italie . . . . .	- 5,6	- 9,2	- 8,7	-11,8	-12,7	-12,4	-13,8
Canada . . . . .	0,9	- 1,7	- 2,2	- 1,6	- 5,0	- 6,2	- 6,4
Suède . . . . .	4,4	2,0	- 3,4	- 5,0	- 6,4	- 4,9	- 3,5
Pays-Bas . . . . .	- 0,1	- 2,2	- 3,9	- 5,4	- 7,2	- 6,4	- 5,8
Belgique . . . . .	- 4,9 <sup>1</sup>	- 7,2	-10,4	-16,3	-14,8	-15,6	-13,8
Suisse . . . . .	.	.	- 0,6	- 0,2	- 0,7	- 0,9	- 1,2 <sup>2</sup>

<sup>1</sup> 1970-73.    <sup>2</sup> Prévision budgétaire.

Dans ce contexte, 1984 présente à première vue des aspects contradictoires. On constate, en effet, dans l'ensemble, une réduction plus marquée des déficits des administrations publiques, en proportion du PNB, après un léger dérapage en 1983. Certains signes indiquent, en outre, qu'il est enfin possible de mieux maîtriser les ratios de dépenses publiques. En revanche, les disparités tendanciennes, ou structurelles, entre l'orientation de la politique budgétaire aux Etats-Unis et celle qu'on a observée au Japon et en Europe se sont encore accentuées. Dans le même temps, comme les taux d'intérêt nominaux sont demeurés supérieurs de plusieurs points au taux de croissance du PNB nominal, surtout en Europe, les coûts du service de la dette publique ont continué à s'accroître de manière préoccupante.

Par conséquent, en termes d'objectifs à moyen terme – et en dépit des progrès notables réalisés l'an passé – la situation budgétaire requiert, d'une manière générale, de nouvelles corrections. L'une des raisons tient évidemment au fait que les ratios de dépenses publiques demeurent très élevés par rapport aux années antérieures, surtout en Europe. Une autre explication est l'évolution de la croissance. Aux Etats-Unis, la diminution du ratio du déficit des administrations publiques et celle du ratio des dépenses publiques ont été dues dans une large mesure aux effets automatiques de l'expansion vigoureuse de l'activité. De fait, le déficit structurel, ou de plein emploi, s'est de nouveau sensiblement aggravé. Le Japon a, lui aussi, enregistré une certaine amélioration sur le plan budgétaire grâce à l'accélération de la croissance, mais, de surcroît, les autorités ont, à l'évidence, su tirer parti de cette situation pour poursuivre leur action de réforme budgétaire à moyen terme.

En Europe, la situation a cependant été légèrement différente. Si la croissance réelle s'est accélérée en moyenne, sa progression n'a pas été suffisante pour procurer des avantages appréciables par le jeu des stabilisateurs automatiques. En même temps, par suite surtout du nouveau recul de l'inflation, l'accroissement du PNB nominal ne s'est guère accéléré et a même baissé dans

quelques cas. Aussi, comme les taux d'intérêt nominaux se sont généralement maintenus à des niveaux élevés sur l'ensemble de l'année, la situation effective et future du service de la dette est demeurée préoccupante, malgré la mise en œuvre de nouvelles mesures de resserrement. (Techniquement, tant que le taux d'intérêt moyen de l'encours de la dette publique – déduction faite des rentrées fiscales compensatoires au titre des revenus d'intérêts – dépasse le taux de croissance du revenu national nominal, le ratio paiements d'intérêts/PNB continue – ceteris paribus – de s'accroître indéfiniment. Dans ce cas, ou bien le déficit budgétaire lui-même s'aggrave, ou bien les autres dépenses et/ou recettes budgétaires doivent être ajustées; l'idéal serait qu'elles le soient suffisamment pour provoquer une baisse des taux d'intérêt et, mieux encore, un redémarrage modeste de la croissance. Sinon, l'«ajustement» risque de se traduire par une accélération de l'inflation et, éventuellement, par une diminution de la charge réelle de la dette publique.)

*Mesures de resserrement budgétaire en 1984.* Si l'action entreprise dans les divers pays pour retrouver la maîtrise du système budgétaire s'est heurtée à des difficultés, il ne faudrait pas oublier pour autant que des progrès ont été accomplis dans ce domaine en 1984.

Aux Etats-Unis, devant la perspective d'une nouvelle augmentation du déficit des «services courants» (d'un montant estimé à \$225 milliards à près de \$250 milliards, y compris les postes hors budget) pour l'exercice budgétaire clos en septembre 1984, le Président avait déjà proposé, dans son discours sur le budget au début de 1983, de nouvelles compressions de dépenses. Si le déficit effectif constaté s'est trouvé réduit à \$185 milliards, la progression de sa composante structurelle amena toutefois le Congrès à adopter le «Deficit Reduction Act» de 1984; les effets de cette décision sont relativement faibles, cependant,

**Dépenses des administrations publiques et paiements d'intérêts**

Pays	Dépense totale					Paiements d'intérêts			
	1962	1973	1982	1983	1984	1973	1982	1983	1984
	en % du PNB								
Etats-Unis . . . . .	28,4	30,6	35,5	35,3	34,4	2,2	4,4	4,6	5,0
Japon . . . . .	18,2 <sup>1</sup>	20,9	32,4	33,0	32,5	0,9	4,0	4,4	4,6
Allemagne fédérale	33,6	40,1	47,7	46,7	46,5	1,1	2,8	3,0	3,0
France . . . . .	34,0	35,6	47,9	48,6	49,6	0,8	2,2	2,6	3,0
Royaume-Uni . . . . .	34,0	39,6	45,5	45,8	46,2	3,7	5,2	4,8	5,1
Italie . . . . .	30,5	36,9	53,4	56,0	57,2	2,5	8,4	9,1	9,8
Canada . . . . .	28,8	34,5	45,7	46,2	47,2	3,9	7,3	7,2	7,9
Suède . . . . .	31,1	44,2	67,4	67,1	65,0	1,9	7,1	7,5	7,7
Pays-Bas . . . . .	31,7	43,7	58,5	59,9	58,1	2,8	5,2	5,8	6,1
Belgique . . . . .	30,3	38,9	59,6	59,8	58,8	3,3	9,4	9,6	9,8
Suisse <sup>2</sup> . . . . .	18,5	24,2	27,7	28,1	28,4	1,5	1,7	1,7	1,7

<sup>1</sup> 1965.    <sup>2</sup> Les paiements d'intérêts et les dépenses pour 1984 sont estimés.

puisqu'ils atteindront quelque \$25 milliards par an d'ici 1988. C'est pourquoi, au début de 1985, le Président a présenté une nouvelle série de mesures, comprenant notamment le blocage sélectif pendant un an de nombreux programmes de dépenses et de diverses indexations au coût de la vie. Si ce projet était adopté – et si les hypothèses de l'Administration concernant la croissance et les taux d'intérêt sont exactes – le déficit fédéral serait ramené de \$222 milliards pour le présent exercice budgétaire à \$180 milliards en 1986, puis à \$82 milliards en 1990. Par rapport aux coûts prévus pour le maintien des programmes en cours, cela représente un ensemble de compressions de dépenses dont l'incidence annuelle passerait de \$50 milliards pour l'exercice 1986 à plus de \$100 milliards en 1988.

Malgré tout, en dépit des amendements adoptés depuis sa promulgation, l'«Economic Recovery Tax Act» de 1981 continue à influencer fortement les recettes. Ainsi, par comparaison avec les rentrées qui auraient été enregistrées durant l'exercice actuel sous le régime fiscal antérieur à 1981, il est vraisemblable que les recettes effectives seront réduites de plus de \$100 milliards. Eu égard à l'augmentation sensible des dépenses de défense nationale et d'un gonflement des paiements d'intérêts, le Congrès reste confronté à un problème épineux.

Dans les autres pays, les efforts entrepris pour réduire les dépenses budgétaires ont été poursuivis. Au Japon, la faiblesse relative de la demande intérieure en 1983 avait incité les autorités à assouplir légèrement le budget, qui passait pour être le plus rigoureux depuis plusieurs décennies. Or, le redémarrage de l'économie a rendu moins nécessaire, l'an dernier, l'adoption de telles mesures; le déficit des administrations publiques est donc revenu de 3,5% à 2,5% du PNB. Pour l'exercice budgétaire 1985-86, de nouvelles mesures de resserrement sont en outre envisagées; d'ailleurs, si l'on fait abstraction des paiements d'intérêts et des transferts aux collectivités locales, on constate que l'accroissement de dépenses prévu est le plus faible depuis la fin de la guerre.

En Europe, la réduction du poids global des dépenses publiques est considérée dans de nombreux pays comme l'objectif prioritaire, dont la réalisation s'impose non seulement en soi, mais aussi pour assurer le préfinancement des réductions fiscales indispensables à la stimulation de l'offre dans l'économie. En Allemagne et au Royaume-Uni, la politique s'inscrit à présent dans un cadre résolument tourné vers le moyen terme; les autorités belges essaient également de suivre cette voie. Dans le cas de l'Allemagne, comme l'indique le tableau, une stabilisation notable du ratio dépenses/PNB a été obtenue. En plus de l'objectif à moyen terme visant à contenir l'expansion des dépenses publiques au-dessous de la croissance de la production, certaines réductions de l'impôt sur le revenu sont envisagées pour 1986 et 1988, dans le contexte cependant d'une nouvelle diminution du ratio du déficit budgétaire.

Au Royaume-Uni, les ratios de dépenses et du déficit global se sont ressentis de la grève des mineurs l'an dernier, même si les dépenses des collectivités locales ont, elles aussi, dépassé les objectifs fixés. Malgré tout, l'intention des autorités est de maintenir le volume des dépenses publiques constant durant

les trois prochaines années. Pour l'heure, des progrès importants ont été accomplis dans la voie de la dénationalisation. En outre, des mesures budgétaires ont été prises pour soutenir l'emploi, avec la suppression, notamment, des cotisations patronales complémentaires à la Sécurité sociale et, fait plus inhabituel, l'abolition progressive des facilités d'amortissement.

En France et en Italie, où la reprise est relativement incertaine, le point d'inflexion des ratios de dépenses n'a pas encore été atteint dans l'ensemble; il convient de noter cependant que l'accroissement de l'an dernier a été dû, pour une part importante, en Italie surtout, aux paiements d'intérêts. Quoi qu'il en soit, les actions entreprises pour réduire le déficit ont, par la force des choses, empêché tout allègement sensible de la fiscalité. En France, l'impôt «solidarité» a été remplacé par une surtaxe sur les revenus élevés et l'augmentation des dépenses de travaux publics a été financée par un relèvement de la taxe sur les produits pétroliers. L'Italie, non plus, n'a pas pu éviter un alourdissement de la fiscalité indirecte, outre les mesures prises pour réduire l'évasion fiscale.

En ce qui concerne les pays plus petits, qui pour certains ont été confrontés à de sérieux problèmes budgétaires, l'année 1984 pourrait marquer, dans une certaine mesure, un tournant. Bien qu'il n'ait pas été totalement possible d'éviter un alourdissement de la fiscalité, l'effort de resserrement a essentiellement porté l'an dernier sur les dépenses. Aux Pays-Bas, des mesures de restrictions particulières sont appliquées à présent aux dépenses de transfert et de fonctionnement des administrations publiques; en Belgique, la priorité a été donnée aux dépenses d'investissement du secteur public au détriment des dépenses courantes. En Suède, le ratio de dépenses, l'un des plus élevés parmi tous les pays, a enregistré une baisse très sensible l'an dernier et le budget de 1985 prévoit même une nouvelle diminution modeste des dépenses en termes nominaux.

*Aspects internationaux du dosage des politiques.* Si, à l'évidence, le désir d'assainissement budgétaire est unanimement ressenti, il n'en reste pas moins que la situation dans ce domaine se présente sous un jour nettement différent aux Etats-Unis et dans les autres pays. Cette disparité ne tient pas seulement aux doutes qui subsistent sur la possibilité que l'Administration et le Congrès américains parviennent à s'accorder sur un programme de réductions de dépenses d'une ampleur suffisante pour l'avenir; elle a trait également à l'influence prononcée exercée, ces deux ou trois dernières années déjà, sur l'économie mondiale par les orientations fondamentales très différentes adoptées dans divers pays. Le plus important, en l'occurrence le soutien apporté par les Etats-Unis à la demande, s'est incontestablement avéré bénéfique jusqu'à présent. Il s'est cependant accompagné d'une appréciation impressionnante du dollar et d'un déficit record de la balance américaine des paiements courants; une telle conjonction d'éléments ne saurait, de toute évidence, exercer indéfiniment une action favorable. En fait, de nombreux observateurs estiment que, en l'absence d'un changement profond de la politique américaine, la balance des avantages dont bénéficient les Etats-Unis eux-mêmes et le reste du monde pourrait finir par pencher brutalement de l'autre côté.

En termes moins dramatiques, avec le ralentissement — inéluctable — des importations nettes aux Etats-Unis, les autorités monétaires, surtout en Europe, devraient être mieux à même de revenir au dosage des politiques budgétaire et monétaire qui leur paraît plus approprié. Même dans le cadre des objectifs à moyen terme de politique budgétaire et de croissance monétaire, elles devraient pouvoir disposer d'une plus grande marge de manœuvre en ce qui concerne les taux d'intérêt. Un abaissement de ces taux peut être considéré à la fois comme une incitation à l'investissement et une atténuation des difficultés de service de la dette auxquelles les autorités sont actuellement confrontées dans le cadre plus vaste de la politique budgétaire.

Comme ce chapitre l'a montré, l'Europe a de toute façon moins bénéficié que le Japon ou le Canada du stimulant global net exercé sur les exportations, tout en se trouvant de plus en plus exposée à l'impact inflationniste potentiel de la hausse antérieure du dollar. Cette situation a non seulement pesé de manière contraignante sur l'évolution des taux d'intérêt internes, mais elle a en outre de nouveau démontré aux autorités européennes qu'elles ne pouvaient courir le risque d'imiter l'exemple de dosage américain des politiques monétaire et budgétaire. Elles ont considéré la réduction de la dépense publique comme un préalable essentiel à tout abaissement de la fiscalité. En effet, en raison précisément des niveaux extrêmement élevés des dépenses du secteur public, toute tentative de stimulation de l'économie par la voie budgétaire risque de raviver les anticipations inflationnistes et d'être inefficace.

Etant donné que la réduction des dépenses entreprise par l'Europe est un processus de longue durée, il importe que les effets exercés sur la demande internationale par la politique des Etats-Unis ne s'inversent pas brutalement par suite d'une récession prématurée. Car, même si, dans l'hypothèse d'une baisse du dollar, il était possible d'abaisser légèrement les taux d'intérêt dans les autres pays, il n'est pas certain que l'incidence d'une telle action serait suffisante en l'absence de réductions fiscales, qui constituent un objectif de la politique à plus long terme. L'idéal serait donc qu'il soit procédé rapidement à un ajustement sensible de la politique budgétaire américaine et que les programmes de compression des dépenses publiques soient mis en œuvre le plus tôt possible dans les autres pays. Cela faciliterait le retour à des niveaux moins élevés de taux d'intérêt dans le monde et pourrait permettre, le moment venu, aux autorités européennes d'adopter des mesures fiscales axées sur le développement de l'offre lorsque la nécessité s'en ferait sentir.

### III. MODIFICATIONS DE LA STRUCTURE DES MARCHÉS DES CAPITAUX

#### Faits saillants

En 1984, l'évolution de la situation financière a été fortement influencée par les différences d'orientation des politiques mises en œuvre ainsi que par des facteurs conjoncturels et des éléments structurels à long terme. Ainsi, aux Etats-Unis, la demande tendancielle de crédit du secteur public a continué de s'accroître, cependant que le secteur privé a fortement recouru à l'emprunt en raison du stade avancé de la reprise. On peut cependant s'interroger sur le caractère durable du rythme d'expansion du crédit enregistré récemment dans ce pays, étant donné les entrées de capitaux sans précédent et les fluctuations de rendements qui ont accompagné cette expansion. En dehors de l'Allemagne, où la demande nette de financement des entreprises a aussi augmenté, on note une consolidation des bilans des entreprises et du secteur public dans la plupart des autres pays industrialisés. Dans les pays européens, cette situation s'explique par le fait que le cycle de l'investissement se trouve encore au stade initial et par la poursuite de l'application de politiques budgétaires rigoureuses; au Japon, par contre, l'accroissement sensible des bénéfices a permis aux entreprises de réaliser des investissements substantiels tout en améliorant leurs positions financières.

Dans une perspective à long terme, les variations structurelles des soldes financiers des secteurs institutionnels sont étroitement liées à l'évolution de l'accumulation d'actifs et de passifs financiers. Dans la majorité des grands pays, les ménages ont, ces dernières années, constitué du patrimoine financier net à un rythme supérieur à la croissance du revenu national, alors que les entreprises ont davantage mis l'accent sur l'expansion parallèle tant de leurs actifs financiers que de leurs dettes. Ces évolutions s'inscrivent, en outre, dans le cadre de changements importants survenus dans la composition des portefeuilles, par suite des modifications des risques et des rendements et de l'incidence d'autres facteurs structurels. Ainsi, la part des dépôts assortis de taux d'intérêt liés à ceux du marché a augmenté et les avoirs en actions, obligations et biens immobiliers détenus indirectement par les particuliers se sont étoffés. Certains instruments tels que les dépôts à terme ont été, en effet, assortis d'échéances plus courtes et sont ainsi devenus plus liquides, mais il est possible, du fait des mouvements compensatoires intervenus dans la composition des portefeuilles, que la liquidité des agents n'ait guère varié.

De telles tendances à long terme exercent une influence déterminante sur l'évolution des marchés des capitaux, tout en étant affectées par les transformations du système financier, l'innovation financière notamment, dont les caractéristiques ont été analysées de manière approfondie dans les Rapports annuels publiés en 1983 et 1984. Le présent Rapport examine l'innovation dans le contexte plus vaste des variations de la demande et de l'offre globales d'actifs

financiers et sous l'angle de l'acheminement des fonds tant par le canal des intermédiaires financiers que directement par les marchés.

Dans certains pays, le rôle des marchés financiers libres a revêtu une importance plus grande ces dernières années. Les banques et les autres institutions financières ont eu tendance à se tourner davantage vers les marchés, ne serait-ce que pour maintenir leur part dans l'ensemble des flux de crédit. Elles ont ainsi été amenées de plus en plus à établir le prix de leurs avoirs et engagements en fonction des conditions du marché. D'une manière plus générale, la libéralisation et l'accroissement de la compétitivité tendent à modifier les canaux de transmission de la politique monétaire et à influencer le processus de création de la monnaie. Pour diverses raisons, ces évolutions ont été moins ressenties, au cours des années récentes, en Allemagne et dans certains pays voisins.

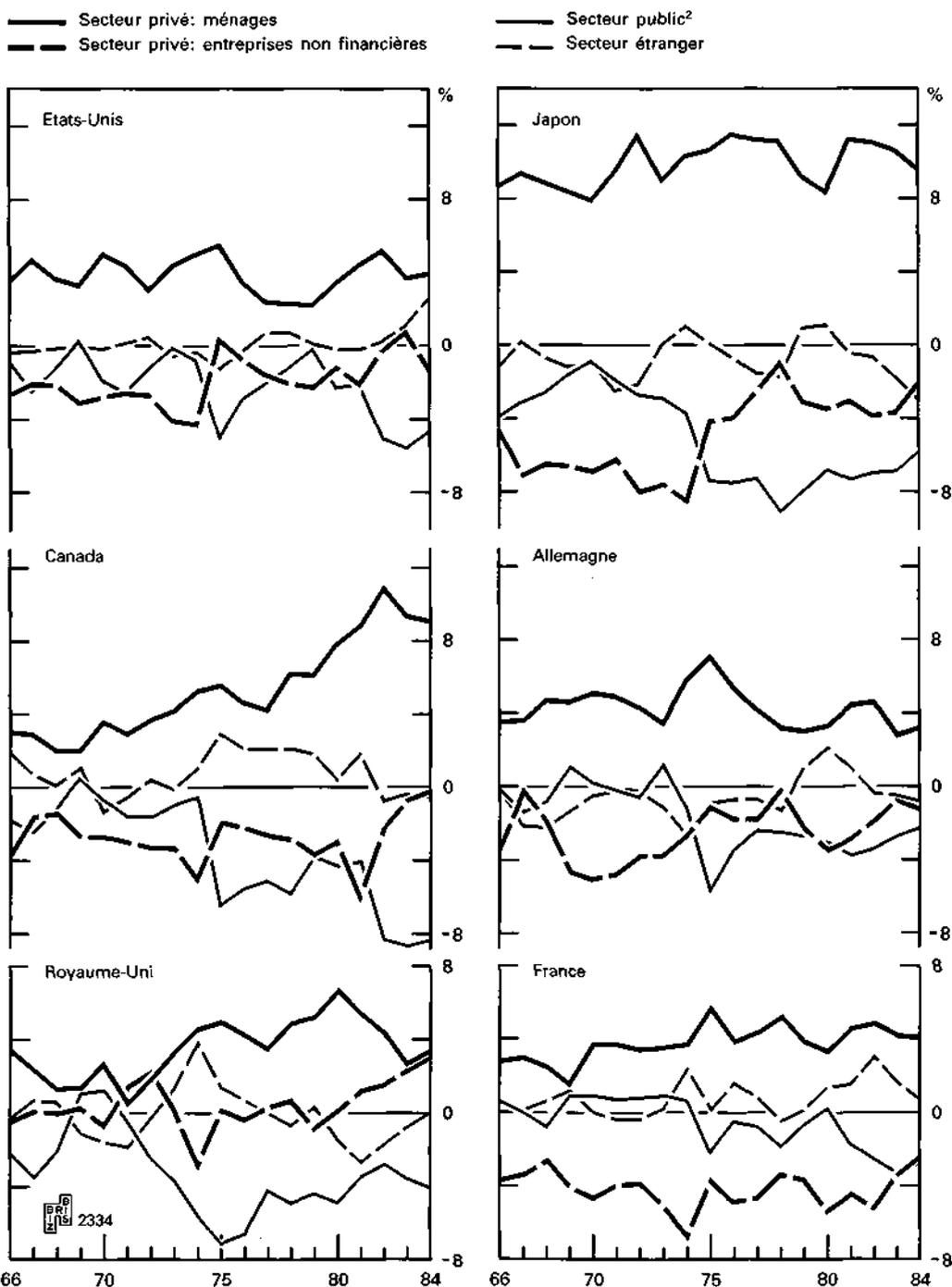
Les problèmes de politique économique soulevés par les changements survenus dans la nature et la localisation de l'intermédiation concernent l'efficacité, la stabilité et la conception des moyens d'action. Il est évident que les principaux prix financiers — taux d'intérêt et taux de change — sont désormais plus sensibles à l'interaction de l'offre et de la demande et peuvent donc contribuer à une meilleure allocation des ressources. Mais, dans le même temps, le rétrécissement des marges concurrentielles et la plus grande volatilité des prix financiers peuvent amener à s'interroger sur la stabilité des marchés des capitaux. L'extension du rôle des marchés et de la pratique de fixation des prix par rapport au marché comporte des implications pour la formulation et l'application de la politique monétaire et de la surveillance bancaire, que la modification des conditions financières a rendues plus interdépendantes.

### **Variations des soldes financiers par secteur institutionnel**

Les variations des soldes financiers par secteur peuvent être considérées comme le lieu de passage entre les secteurs réel et financier de l'économie et constituent un indicateur important de l'activité financière. Ainsi, un excédent net, qui reflète le solde de l'épargne et de l'investissement, peut servir à accroître les actifs ou à réduire les passifs financiers, alors qu'un déficit net doit être financé par cession d'actifs financiers ou par recours à l'emprunt. Dans une certaine mesure, ces variations peuvent s'expliquer par des facteurs conjoncturels, mais elles peuvent également traduire des ajustements de bilans aux évolutions à plus long terme ou à des mutations dans la structure du système financier.

Dans le courant de l'année 1984, la position financière des entreprises non financières s'est améliorée dans la plupart des pays du Groupe des Dix, à l'exception des Etats-Unis et de l'Allemagne; dans certains cas, comme aux Pays-Bas, cette évolution a été particulièrement sensible dans le secteur de l'exportation. Ce redressement a été dû à la restauration conjoncturelle de la rentabilité et au fait que le redémarrage de l'investissement est demeuré relativement modeste, sauf au Japon. Comme la reprise se trouvait encore à un stade peu avancé dans la plupart de ces pays, l'expansion de la production notée jusqu'à

**Soldes financiers par secteur institutionnel<sup>1</sup>**  
En % du PNB



<sup>1</sup> Etablis sur la base des tableaux d'opérations financières ou de statistiques financières. En raison de différences dans les définitions de secteurs utilisées dans les statistiques de «flux financiers» et celles de la comptabilité nationale, les soldes financiers du secteur public peuvent être différents de ceux qui sont indiqués dans d'autres tableaux et graphiques du présent Rapport. Les données pour 1984 sont provisoires. <sup>2</sup> Pour l'Allemagne, le Canada, le Japon et le Royaume-Uni, comprend les entreprises du secteur public.

présent est essentiellement imputable à l'utilisation accrue des capacités et à la pratique plus fréquente des heures supplémentaires. Les entreprises en ont profité pour reconstituer leur liquidité et réduire le poids de leur endettement. Si les variations des soldes financiers des entreprises ont été semblables dans tous ces pays, il n'en a pas été de même des niveaux effectifs de ces soldes. Le Royaume-Uni et les Pays-Bas représentent à cet égard des cas extrêmes, puisque les entreprises ont continué à dégager une capacité de financement, alors qu'ailleurs elles ont systématiquement enregistré un besoin. Les Etats-Unis constituent une exception importante à la tendance à la consolidation financière, car la reprise y est intervenue plus tôt et a été plus vigoureuse qu'en Europe. Une évolution semblable a également été observée en Allemagne, où les entreprises investissent plus largement à la fois en capital fixe et en stocks que dans la plupart des autres pays européens. Au Japon, l'amélioration de la situation financière des entreprises, due à l'accroissement exceptionnel des bénéfices, s'est faite *malgré* les investissements et emprunts massifs effectués par ce secteur.

En période de reprise, les ménages ont tendance à épargner davantage et à renforcer leur patrimoine financier, car la consommation de biens non durables réagit toujours avec retard à l'augmentation du revenu. Dans certains pays, cependant, il est possible que, en période de reprise, une accélération des achats de biens durables et de l'investissement en logement exerce des effets compensateurs.

Il apparaît qu'en 1984 ces mécanismes compensateurs ont joué un rôle prédominant au Canada et au Japon, la capacité de financement du secteur des ménages ayant diminué malgré l'augmentation du revenu des particuliers. Cette évolution semble principalement due à l'acquisition de biens durables. En France, en Belgique et en Suède, par contre, la baisse de l'accumulation nette d'actifs financiers tient essentiellement à l'érosion des revenus des particuliers, par suite de la persistance de la récession, et aux mesures prises dans le cadre de la politique d'ajustement budgétaire. Aux Etats-Unis, la capacité de financement du secteur des ménages a augmenté, sous l'effet de l'accélération de la hausse des revenus et de la réaction décalée de la reprise de la consommation, comme il est normal à un stade avancé du cycle. L'évolution a été semblable en Allemagne (où le secteur des ménages comprend celui du logement) et au Royaume-Uni, bien que ces deux pays se soient trouvés à un stade moins avancé de la reprise.

Le solde du secteur public s'est amélioré dans la plupart des pays en 1984. Cette évolution a revêtu, dans une certaine mesure, un caractère conjoncturel, étant donné que, par le jeu des stabilisateurs automatiques, les recettes fiscales se sont accrues tandis que les dépenses au titre de l'indemnisation du chômage ont augmenté moins rapidement ou ont même diminué. De nombreux pays industriels ont, en outre, intensifié leurs efforts d'assainissement budgétaire, sous forme notamment de compressions des dépenses publiques, mais aussi d'un relèvement de la fiscalité. En revanche, la baisse de l'inflation, examinée au Chapitre II, a entraîné un alourdissement automatique moins prononcé de la fiscalité dû à l'inflation, alors que la majorité des pays demeurent confrontés à la permanence du problème du chômage et à l'accroissement sensible des paiements d'intérêts sur l'encours de la dette. En France, comme dans plusieurs

autres pays, les cotisations de sécurité sociale, la charge d'intérêts et la faiblesse des rentrées fiscales sont autant de raisons avancées pour expliquer la réduction moins forte que prévu du déficit du secteur public. Au Royaume-Uni, le déficit de ce secteur a augmenté, mais cette détérioration a été due essentiellement aux circonstances exceptionnelles du conflit des mineurs. Au cours des dernières années, les Etats-Unis se sont démarqués des autres pays pour ce qui est des stimulants budgétaires à l'économie. Les taux d'imposition ont été réduits de manière substantielle, en dépit de la progression des dépenses de défense nationale; cela explique que le déficit structurel du secteur public s'est fortement accru, au lieu de diminuer comme dans la plupart des autres pays. Sous l'effet conjugué de la vigueur de la reprise économique aux Etats-Unis et de l'accroissement des besoins de financement du secteur des entreprises, la légère réduction conjoncturelle du déficit du secteur public en termes nominaux n'a pas été suffisante pour empêcher une augmentation sensible du besoin global de financement du pays.

La contrepartie de cette évolution a été un gonflement des entrées nettes de fonds aux Etats-Unis, correspondant à un renforcement continu de la capacité de financement du secteur externe (ou étranger). Ce gonflement reflète en partie l'expansion des emprunts nets des entreprises non financières et la diminution marquée des prêts bancaires au secteur externe. Dans la plupart des autres pays, l'amélioration de la position du secteur public et la faiblesse de la reprise économique, avec en corollaire une réduction des importations, se sont accompagnées d'un redressement du solde extérieur net. Aux Pays-Bas, en Allemagne, au Canada et en Belgique, les sorties de capitaux se sont accrues pour des raisons essentiellement conjoncturelles; en revanche, les sorties de fonds du Japon, qui est devenu le plus gros exportateur de capitaux, pourraient revêtir en grande partie un caractère structurel, compte tenu de la configuration à long terme des flux financiers dans ce pays, qui fait l'objet de la section suivante.

*Flux conjoncturels ou structurels.* Pour mieux cerner l'ampleur et la durabilité des modifications observées dans les positions des divers secteurs, on peut les comparer à celles qui se sont produites durant les phases de reprise de 1970-74 et 1976-79.

Le graphique de la page 44 montre que, dans le passé, la position financière du secteur des entreprises n'a eu tendance à se détériorer sensiblement qu'au cours de la phase finale de chaque cycle. En vérité, cette position n'a cessé de s'améliorer en Allemagne pendant toute la durée de la reprise de 1970-74, malgré l'influence d'une spéculation à la hausse sur la monnaie. Les variations récentes sont donc pratiquement les mêmes qu'au cours de reprises antérieures, compte tenu de la position différente de l'Europe dans le cycle par rapport aux Etats-Unis et au Japon. La reprise reste néanmoins faible dans la plupart des pays européens en termes d'endettement net des entreprises.

Au cours des cycles antérieurs, la montée de l'inflation a eu parfois tendance à stimuler l'accumulation d'actifs financiers par les ménages, alors que,

plus récemment, le ralentissement de la hausse des prix a entraîné une accumulation moins marquée. Cette situation, que l'on observe à des degrés divers dans un certain nombre de pays, traduit l'effet de richesse sur l'épargne. Le Royaume-Uni est le seul pays où la capacité de financement du secteur des ménages a accusé une baisse sans précédent au cours de l'actuelle phase de reprise. Cela semble davantage refléter des changements structurels dans le système financier (voir ci-après) que des évolutions conjoncturelles différentes.

En ce qui concerne le secteur public, les améliorations du solde financier ont été historiquement plus fortes que celles qu'on observe jusqu'à présent dans le cycle actuel. Aux Etats-Unis, cela tient au fait que le déficit structurel n'a cessé de s'aggraver, alors même que la demande de crédit du secteur privé s'est accrue. Dans la plupart des pays européens, c'est la faiblesse de l'économie qui est en cause, malgré la poursuite des efforts de consolidation à moyen terme. Autrement dit, à part les cas importants des Etats-Unis, du Japon et, dans une certaine mesure, de l'Allemagne, le déficit du secteur public en 1984 s'est vivement ressenti de la restructuration continue des bilans du secteur privé, résultant de l'augmentation relativement faible de l'investissement et de la faiblesse générale de ce redémarrage conjoncturel par rapport à ceux des années soixante-dix.

Pour le secteur externe, les cycles des années soixante-dix comportaient généralement un accroissement des entrées de capitaux durant les phases de reprise, par suite de l'aggravation des déficits des paiements courants; il convient de noter qu'au Japon, cependant, cette évolution s'est plutôt produite en fin de cycle et qu'elle a pu être provoquée par les hausses des prix du pétrole et des matières premières. Par contre, les sorties de fonds enregistrées l'an dernier dans de nombreux pays autres que les Etats-Unis reflètent l'incidence de la configuration inhabituelle des taux de change et le déphasage conjoncturel entre l'Europe et les Etats-Unis.

Les flux sectoriels révèlent également des aspects structurels indépendants du cycle; il est toutefois plus difficile que d'habitude, en raison de la nature exceptionnelle de la récession, de les distinguer des facteurs conjoncturels. Les ménages font traditionnellement ressortir une capacité de financement, la constitution du patrimoine répondant à des raisons telles que placement d'épargne et retraite ou à des motifs de précaution. A cet égard, bien entendu, la situation varie sensiblement d'un pays à l'autre selon les motivations. Au Japon, la capacité de financement des ménages demeure importante et représente quelque 10% du PNB, tandis qu'aux Etats-Unis, en Allemagne, au Royaume-Uni et en France, elle est en général nettement inférieure (3%); en Suède, en revanche, ce secteur a généralement fait ressortir un besoin de financement. L'excédent du Japon semble avoir plusieurs causes: système de primes d'entreprise, modicité des retraites, augmentation du nombre des personnes âgées, accès au crédit limité pour les particuliers, cherté du logement et des études, autant d'éléments qui accroissent les besoins de liquidités et de placement d'épargne. Selon les prévisions, le vieillissement de la population devrait réduire substantiellement la capacité de financement au cours de la prochaine décennie. Dans le cas de la Suède, au contraire, les ménages ne sont guère incités à

épargner en raison des régimes de retraite en vigueur et des possibilités avantageuses de déductions fiscales des paiements d'intérêts, possibilités qui ont cependant été réduites ces dernières années.

Si l'importance du solde du secteur des ménages varie selon les pays, les excédents structurels, corrigés de l'inflation, sont restés relativement stables dans la plupart des cas, tant en proportion du revenu des particuliers que du PNB. Les principales exceptions ont été le Royaume-Uni et le Canada, où des modifications se sont produites par suite d'ajustements du stock de passifs. Dans le premier cas, l'excédent, exceptionnellement faible, a été le résultat d'un gonflement des emprunts sous l'effet des mesures de libéralisation du marché. Au Canada, l'ampleur inhabituelle de la capacité de financement enregistrée dernièrement est le reflet de l'accumulation de dettes durant les années soixante-dix, époque de faibles taux d'intérêt réels, ce qui a laissé les ménages exposés au risque d'une hausse future du loyer de l'argent. L'excédent actuel traduit l'effort d'allègement du poids de l'endettement, l'année 1982 ayant même été marquée par une diminution en valeur absolue des dettes. Il est peu probable que des soldes aussi extrêmes puissent se maintenir longtemps à de tels niveaux dans le secteur des ménages. Au Royaume-Uni, le recours à l'emprunt devrait se ressentir de l'alourdissement de la charge d'intérêts, mais ce secteur n'a sans doute pas encore atteint la limite de ses possibilités dans le domaine du service de la dette. Au Canada, le remboursement de la dette a peu de chances de se poursuivre aux rythmes actuels, comme l'indique la reprise du montant brut des emprunts en 1983 et 1984.

Le secteur des entreprises accuse généralement un déficit dans la mesure où l'investissement fixe et les variations des stocks dépassent les bénéfices. Le Royaume-Uni et les Pays-Bas constituent des exceptions, en ce sens que les entreprises non financières ne dégagent pas toujours un solde négatif. Aux Etats-Unis, au Japon et en Allemagne, on constate également, ces dernières années, une diminution du déficit structurel de ce secteur, qui pourrait être due aux baisses antérieures de la rentabilité de l'investissement en capital fixe et, par la suite, à un recul de l'investissement lui-même.

Le déficit structurel du secteur public s'est accru dans presque tous les pays à partir du début des années soixante-dix, bien que l'assainissement budgétaire entrepris plus récemment ait contribué à le réduire dans la plupart des pays européens. Ces déficits reflètent en partie à la fois l'accroissement du chômage structurel et l'augmentation des paiements d'intérêts de la dette. L'encours brut de l'endettement du secteur public de l'ensemble des pays du Groupe des Dix représente actuellement plus de 30% du PNB; il dépasse même 75% en Italie et en Belgique.

### **Evolution de la demande de crédit**

Dans un grand nombre de pays, on peut discerner en 1984 une composante conjoncturelle dans les flux de crédit bruts, si l'on tient compte à la fois de la phase du cycle et, dans certains cas, d'évolutions tendanciennes ou de facteurs structurels importants. L'expansion du crédit total au cours de la présente

**Fonds collectés par les secteurs internes non financiers**

	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984
	en % du PNB									
<b>Etats-Unis</b>										
Ménages . . . . .	3,5	5,3	7,3	8,0	7,4	4,6	4,3	3,1	5,3	6,6
Entreprises (secteur agricole compris)	3,3	4,7	5,9	5,9	6,0	5,3	5,0	4,2	4,7	4,6
Administrations publiques . . . . .	6,3	4,8	3,6	3,2	2,3	3,7	3,2	6,3	6,8	6,3
Total . . . . .	13,1	14,8	16,8	17,1	15,7	13,6	12,5	13,6	16,8	17,5
<i>dont: obligations et titres</i>	8,1	6,5	5,5	5,0	4,0	5,4	5,1	7,5	7,8	8,4
<i>actions</i> . . . . .	0,6	0,6	0,7	0,0	-0,3	0,5	-0,4	0,4	0,9	-2,0
<b>Canada</b>										
Ménages . . . . .	8,5	10,2	9,6	8,5	10,5	7,5	6,3	-1,8	4,2	4,0
Entreprises constituées en sociétés	4,3	4,1	3,2	5,6	5,6	5,9	10,4	3,7	1,0	3,3
Secteur public . . . . .	7,9	7,9	7,7	10,6	4,8	7,4	8,0	10,1	9,6	9,3
Total . . . . .	20,7	22,2	20,5	24,6	20,9	20,8	24,7	12,1	14,8	16,6
<i>dont: obligations et titres à court terme</i>	6,5	4,7	7,5	7,4	6,7	8,3	6,9	10,1	10,3	6,5
<i>actions</i> . . . . .	0,5	0,5	1,3	2,5	1,3	1,3	1,5	1,2	1,5	0,7
<b>Japon</b>										
Ménages . . . . .	7,1	6,4	5,4	5,5	5,8	5,8	4,2	4,0	4,6	4,8 <sup>1</sup>
Entreprises constituées en sociétés	11,9	10,1	7,5	6,0	6,0	7,5	8,8	8,6	8,0	8,9 <sup>1</sup>
Secteur public . . . . .	9,3	10,5	10,4	13,8	10,6	10,8	10,4	8,4	9,6	7,1 <sup>1</sup>
Total . . . . .	28,3	27,0	23,3	25,2	22,3	24,0	23,5	21,0	22,2	20,7 <sup>1</sup>
<i>dont: titres</i>	6,8	7,7	8,4	11,0	7,8	8,2	8,4	6,3	7,2	6,1 <sup>1</sup>
<i>actions</i> . . . . .	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,8	0,8	0,5	0,6 <sup>1</sup>
<b>Allemagne fédérale</b>										
Ménages <sup>2</sup> . . . . .	3,0	3,7	4,2	5,1	5,7	4,9	4,1	3,4	4,2	3,6
Entreprises . . . . .	4,2	5,8	5,0	4,1	5,3	6,0	6,2	4,9	4,5	4,9
Administrations publiques . . . . .	6,3	4,2	3,1	3,4	3,0	3,7	4,9	4,3	3,4	2,7
Total . . . . .	13,5	13,7	12,3	12,6	14,0	14,6	15,2	12,6	12,1	11,2
<i>dont: titres</i>	1,9	1,1	1,7	0,9	0,4	0,1	0,1	2,3	2,0	1,7
<i>actions</i> . . . . .	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,2	0,3	0,4	0,3
<b>France</b>										
Ménages . . . . .	3,9	5,9	4,6	4,1	6,1	4,3	4,4	3,9	4,1	3,1
Entreprises . . . . .	6,9	8,4	8,8	6,9	7,5	8,8	8,4	9,4	6,8	6,5
Administrations publiques . . . . .	4,9	3,5	3,3	4,6	2,9	1,7	4,3	6,8	3,4	5,0
Total . . . . .	15,7	17,8	16,6	15,5	16,5	14,8	17,1	20,1	14,3	14,6
<i>dont: titres</i>	3,4	1,1	1,3	2,1	1,5	1,5	2,7	4,4	3,9	4,2
<i>actions</i> . . . . .	1,1	1,2	1,0	1,2	1,1	1,7	1,7	1,2	1,3	1,8
<b>Royaume-Uni</b>										
Ménages . . . . .	3,1	3,6	4,0	4,6	5,4	4,5	5,7	6,9	6,7	6,7 <sup>1</sup>
Entreprises . . . . .	3,2	3,2	3,8	2,3	4,4	4,6	3,9	3,0	2,3	2,1 <sup>1</sup>
Secteur public . . . . .	9,5	7,1	10,7	3,8	7,2	5,9	4,5	3,4	3,6	4,0 <sup>1</sup>
Total . . . . .	15,8	13,9	18,6	10,8	17,1	15,0	14,0	13,3	12,6	12,8 <sup>1</sup>
<i>dont: titres</i>	6,1	5,0	6,7	4,2	6,0	4,4	3,7	2,3	4,2	2,9 <sup>1</sup>
<i>actions</i> . . . . .	0,9	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,6	0,3	0,6	0,3 <sup>1</sup>
<b>Italie</b>										
Ménages . . . . .	0,8	0,7	0,9	0,9	1,1	1,4	0,9	0,8	0,8	.
Entreprises . . . . .	11,5	13,5	8,5	9,7	10,0	10,6	11,6	8,2	9,8	.
Secteur public . . . . .	14,7	11,2	10,2	15,2	11,8	11,1	13,4	16,3	17,0	16,6
Total . . . . .	27,0	25,4	19,6	25,8	22,9	23,1	25,9	25,3	27,6	.
<i>dont: titres</i>	12,8	7,9	11,4	12,0	7,1	7,4	10,6	12,8	15,4	.
<i>actions</i> . . . . .	1,9	1,9	1,6	2,9	1,7	2,0	2,8	2,6	3,8	.
<b>Belgique</b>										
Ménages . . . . .	9,2	3,9	3,7	3,8	4,1	2,6	0,9	0,7	1,0	5,2 <sup>3</sup>
Entreprises . . . . .	6,5	6,5	6,5	5,5	5,6	4,8	5,2	3,2	4,2	.
Administrations publiques . . . . .	6,5	8,0	8,0	8,4	9,3	11,5	15,9	16,0	15,0	12,6 <sup>3</sup>
Total . . . . .	15,8	18,4	18,2	17,7	19,0	18,9	22,0	19,9	20,2	17,8 <sup>3</sup>
<i>dont: obligations</i>	.	6,2	8,0	7,6	6,2	4,0	3,4	4,3	10,5	8,4 <sup>3</sup>
<i>actions</i> . . . . .	.	0,0	0,3	0,3	0,2	0,0	0,0	0,4	1,1	0,1 <sup>3</sup>
<b>Pays-Bas</b>										
Ménages et entreprises . . . . .	8,3	8,7	9,3	10,2	8,1	6,8	4,7	4,1	2,8	2,6
Administrations publiques . . . . .	3,8	3,8	3,2	2,7	3,3	4,7	7,1	8,6	9,0	8,0
Total . . . . .	12,1	12,5	12,4	12,9	11,4	11,6	11,8	12,7	11,8	10,6
<i>dont: titres</i>	2,0	1,3	1,0	0,7	0,8	1,7	2,5	4,4	5,4	5,3
<i>actions</i> . . . . .	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	0,3
<b>Suède</b>										
Ménages <sup>2</sup> . . . . .	.	.	14,7	7,2	7,2	6,1	5,6	6,3	5,7	5,4 <sup>3</sup>
Entreprises . . . . .	.	.	.	6,0	5,4	7,3	6,6	6,3	6,5	8,9 <sup>3</sup>
Administrations publiques . . . . .	.	.	5,1	8,5	9,8	10,6	12,2	13,7	12,2	9,4
Total . . . . .	.	.	19,8	21,7	22,4	24,0	24,4	26,4	24,4	23,7
<i>dont: obligations</i>	.	.	5,5	11,5	10,0	8,6	13,4	11,4	10,7	11,3
<i>actions</i> . . . . .	.	.	1,2	1,2	1,0	1,4	1,4	1,8	2,0	2,2

<sup>1</sup> Trois premiers trimestres uniquement.

<sup>2</sup> Y compris le secteur du logement.

<sup>3</sup> Estimation.

reprise peut être attribuée au renforcement de la confiance, à une plus grande propension à consommer et à un désir plus marqué de développer les bilans ou de modifier leurs structures en faveur de biens réels. S'il ne faut pas négliger les changements survenus dans les portefeuilles d'actifs, il semble cependant qu'en général les modifications des soldes par secteur, l'an dernier, ont surtout traduit les fluctuations des flux de crédit plutôt que les variations du patrimoine financier. C'est pourquoi, parmi les explications avancées pour les mouvements des soldes des divers secteurs, beaucoup peuvent également s'appliquer aux flux de crédit bruts.

*Expansion du crédit total.* L'an dernier, l'expansion du crédit total par rapport au PNB est restée proche de son maximum historique aux Etats-Unis, en raison de l'accélération de la demande de financement des entreprises due à la reprise économique, de l'augmentation des emprunts des ménages et de la persistance d'emprunts massifs de la part du secteur public. Bien que le montant des fonds collectés par le Trésor américain sur le marché du crédit ne représente que 7% du PNB, il convient de rappeler qu'il s'est accru de manière assez rapide (3% seulement en 1981) et qu'il constitue un prélèvement disproportionné par rapport à une épargne nationale relativement faible. En effet, le déficit du secteur public américain depuis 1982 a contribué à faire monter de manière sensible, jusqu'à 1,6, le ratio endettement total des secteurs non financiers/PNB, ratio qui était demeuré pratiquement constant, à 1,4, depuis la seconde guerre mondiale; toutefois, les résultats enregistrés dans les autres pays donnent à penser que la stabilité de ce ratio n'est pas une règle générale. Au Japon, au Royaume-Uni, au Canada et en Allemagne, les effets exercés par des tendances à long terme ou des modifications structurelles de la propension du secteur public et des ménages à recourir au crédit ont eu généralement un rôle déterminant dans un passé récent, et l'expansion du crédit total est demeurée inférieure à celle des années soixante-dix.

Hors des Etats-Unis, la demande de crédit des entreprises n'a pas été très soutenue, bien qu'au Japon et en Allemagne certains signes fassent état d'une reprise des emprunts des entreprises aux fins d'investissement. Cependant, même dans ces pays, l'augmentation du montant des fonds collectés ne s'est pas reflétée dans les émissions d'actions, les entreprises ayant le plus souvent préféré les émissions d'obligations et les prêts bancaires.

En général, les pays dont le rythme d'expansion du crédit total s'est accru en 1984 – par exemple, les Etats-Unis – ont aussi enregistré une détérioration de leurs comptes extérieurs, alors que l'inverse s'est produit dans ceux, comme le Japon, l'Allemagne et les Pays-Bas, où l'expansion du crédit total s'est ralentie.

*Fonds collectés par le canal du système bancaire.* Dans un contexte caractérisé par des emprunts substantiels du secteur public et des taux d'intérêt à long terme élevés, le crédit bancaire représente actuellement pour les entreprises la principale source de financement. Cette forme de crédit a longtemps été une variable ou indicateur-clé de l'orientation de la politique monétaire, tout d'abord en tant que telle, mais aussi, depuis quelques années, dans certains pays, comme

**Variations du crédit bancaire et de la masse monétaire au sens large<sup>1</sup>**

Pays	Années	Contributions aux variations de la masse monétaire au sens large des variations					Variations de la masse monétaire au sens large <sup>6</sup>
		du crédit au secteur privé <sup>2</sup>	du crédit au secteur public <sup>3</sup>	du crédit bancaire interne total	des avoirs extérieurs nets <sup>4</sup>	autres <sup>5</sup>	
		de décembre à décembre ou d'un quatrième trimestre à l'autre, en points					en %
Etats-Unis . . . . .	1981	3,0	0,4	3,4	9,0		12,4
	1982	3,2	1,0	4,2	5,2		9,4
	1983	3,8	2,4	6,2	4,2		10,4
	1984	6,0	0,0	6,0	4,9		10,9
Canada . . . . .	1981 <sup>7</sup>	23,9	2,0	25,9	- 2,6	- 7,5	15,8
	1982	0,7	1,1	1,8	1,5	4,6	8,0
	1983	- 5,7	4,1	- 1,6	0,2	4,9	3,4
	1984	9,4	- 2,2	7,2	- 1,5	1,4	7,0
Japon . . . . .	1981	9,5	2,6	12,1	- 0,2	- 0,7	11,1
	1982	8,4	1,3	9,6	- 0,6	- 1,2	7,8
	1983	8,3	0,6	8,9	0,5	- 2,2	7,2
	1984	9,2	1,4	10,6	- 1,3	- 1,5	7,8
Allemagne fédérale . . . . .	1981	11,2	6,7	17,9	2,1	-15,0	5,0
	1982	8,5	4,9	13,4	0,4	- 6,8	7,1
	1983	11,0	2,5	13,5	0,7	- 8,9	5,3
	1984	10,0	2,0	12,0	1,0	- 8,3	4,7
France . . . . .	1981	11,7	2,5	14,2	- 2,3	- 1,5	10,4
	1982	15,2	2,2	17,4	- 3,5	- 3,2	10,8
	1983	12,1	3,5	15,6	- 1,8	- 2,6	11,2
	1984	9,0	1,0	10,0	0,0	- 2,3	7,7
Royaume-Uni . . . . .	1981	16,6	- 0,8	15,8	0,4	- 2,5	13,6
	1982	21,3	- 6,8	14,5	- 2,6	- 2,6	9,3
	1983	14,0	0,9	14,9	- 0,6	- 3,9	10,5
	1984	16,2	- 1,0	15,2	0,9	- 6,0	10,2
Italie . . . . .	1981	4,5	12,5	17,0	0,4	- 1,4	16,0
	1982	3,7	15,5	19,2	- 0,6	- 1,4	17,2
	1983	4,6	11,2	15,8	0,8	- 2,0	14,6
	1984	6,4	10,2	16,6	0,1	- 2,9	13,7
Belgique . . . . .	1981	4,4	7,7	12,1	-11,5	6,0	6,6
	1982	1,5	11,6	13,1	- 7,4	1,5	7,1
	1983	2,9	15,8	18,7	- 8,7	- 2,0	8,1
	1984	1,2	7,8	9,0	- 5,4	0,8	4,4
Pays-Bas . . . . .	1981	9,7	3,6	13,3	3,6	-10,0	6,8
	1982	4,9	3,8	8,7	3,8	- 5,2	7,3
	1983	5,8	4,6	10,4	2,3	- 1,8	10,8
	1984	6,6	5,1	11,7	5,0	- 7,9	8,8
Suède . . . . .	1981	4,3	12,3	16,6	1,4	- 4,2	13,8
	1982	6,7	2,8	9,5	1,2	- 2,5	8,2
	1983	6,6	0,6	7,2	2,0	- 1,1	8,1
	1984	6,2	5,1	11,3	- 0,3	- 3,7	7,3
Suisse <sup>8</sup> . . . . .	1981	9,3	0,4	9,7	1,3	- 8,5	2,5
	1982	3,8	0,0	3,8	0,8	0,0	4,6
	1983	6,5	0,2	6,7	0,7	- 0,5	6,9
	1984	9,4	- 0,1	9,3	1,1	- 5,9	4,5

<sup>1</sup> Sur la base de données nationales fondées sur des concepts qui diffèrent d'un pays à l'autre. <sup>2</sup> Pour les Etats-Unis, le Canada et la Suisse, crédit des banques de dépôt uniquement. <sup>3</sup> Pour les Etats-Unis, avoirs des banques de dépôt en titres du Trésor seulement; pour la France, Etat exclusivement. <sup>4</sup> Pour le Canada, engagements nets en devises des banques de dépôt à l'égard des résidents et des non-résidents; pour la Suisse, réserves officielles exclusivement. <sup>5</sup> Y compris les ressources non monétaires des banques. <sup>6</sup> Pour le Canada, la Belgique et les Pays-Bas, M<sub>2</sub>; pour la France, M<sub>2</sub>R; pour le Japon, M<sub>2</sub> plus CD; pour l'Allemagne, les Etats-Unis, l'Italie, la Suède et la Suisse, M<sub>3</sub>; pour le Royaume-Uni, M<sub>3</sub> sterling. <sup>7</sup> Période de douze mois se terminant en octobre. <sup>8</sup> Définition de M<sub>3</sub> révisée en 1985.

contrepartie de la croissance de la masse monétaire. Elle a aussi été considérablement affectée par la déréglementation et l'innovation financière, qui ont intensifié la concurrence entre les banques, les autres institutions financières et les marchés des capitaux. Pour ces diverses raisons, les prêts bancaires reflètent aussi bien l'influence de l'offre que de la demande.

L'accroissement du crédit bancaire interne total en 1984 a exercé une influence plus expansionniste qu'auparavant sur la croissance de la masse monétaire au sens large au Canada, au Japon, en Italie, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni, en Suède et en Suisse. Parmi les autres pays, la France et la Belgique sont les seuls où la contribution à la croissance monétaire a diminué de façon notable.

La demande de crédit bancaire du secteur privé a augmenté de manière sensible au Japon, au Canada, en Suisse, en Italie et au Royaume-Uni. En Italie, la suppression de l'encadrement du crédit a également contribué, de manière autonome, à une intensification de la concurrence entre banques dans l'octroi de prêts. La brusque accélération de l'expansion du crédit bancaire qui en est résultée a conduit les autorités à imposer de nouvelles restrictions sur les emprunts extérieurs à partir de juillet. Dans la plupart des autres pays européens, la demande de crédit bancaire du secteur privé est demeurée faible. En Suède, où le secteur public a de nouveau fait appel au système bancaire, les prêts au secteur privé ont été soumis à restriction, afin d'éviter une création de liquidité excessive. Dans des pays comme la Belgique, par contre, les entreprises ont de plus en plus recouru aux émissions d'actions et d'obligations.

La réduction des prêts au secteur public a été la principale raison du fléchissement marqué de la contribution du crédit bancaire total à l'expansion monétaire en Belgique et en France, le secteur public ayant accru son financement direct sur les marchés. Malgré l'ampleur des besoins de financement budgétaire aux Etats-Unis, au Canada et au Japon, le recours net du secteur public au crédit bancaire a été faible ou négatif. Aux Pays-Bas, le secteur public a davantage sollicité les banques sous forme de placements de titres; de ce fait, la part du financement du déficit à l'aide de ressources bancaires à long terme a augmenté, et des préoccupations sont apparues concernant la capacité future de prêt. En Suède, le secteur public a placé beaucoup plus de titres auprès du système bancaire que durant les deux années précédentes, la banque centrale elle-même ayant été la principale contrepartie. Cette tendance a été partiellement compensée par des mesures de resserrement de la liquidité des banques et des entreprises.

Aux Etats-Unis, la contribution du crédit bancaire interne à la masse monétaire est demeurée constante, les variations de la demande de prêts bancaires des secteurs privé et public s'étant compensées. Les entreprises ont fortement recouru à l'emprunt pour le financement d'investissements, d'opérations d'offres publiques d'achat d'entreprises et de reprises d'actifs d'entreprises en difficulté (lorsque les cadres d'une société rachètent les actions en circulation). Les prêts bancaires au secteur public ont été négligeables, les banques ayant fait face à la demande du secteur privé en réduisant fortement leurs acquisitions de titres d'Etat.

### Modifications de la dimension et de la composition des portefeuilles des divers secteurs

Les décisions de portefeuille sont fondées sur les *stocks* d'actifs et de passifs, qui sont affectés par les fluctuations de leur valeur marchande ainsi que par les variations de flux; c'est, en effet, le stock de créances et dettes qui est déterminant pour assurer le revenu ou une position viable à long terme des ménages ou des entreprises. L'analyse des portefeuilles financiers permet également de mieux cerner la liquidité des divers secteurs ainsi que la structure de l'intermédiation; elle permet, en outre, de se rendre compte dans quelle mesure le financement par secteur a pesé sur la dimension et la composition des portefeuilles. Pour la période postérieure à 1966, on dispose de données sur les portefeuilles financiers du secteur privé au Royaume-Uni, aux Etats-Unis, en Allemagne et au Japon, où les stocks de la plupart des actifs négociables ont été estimés à leur valeur boursière. Par suite de différences dans les définitions et l'évaluation des actifs, et en raison de modifications dans la nature de ces derniers, les conclusions auxquelles on aboutit sont nécessairement d'ordre qualitatif.

*Ratios patrimoine financier/PNB.* L'évolution du patrimoine financier du secteur des ménages (tel que défini dans le tableau ci-après) par rapport au PNB n'a pas été la même au Royaume-Uni et aux Etats-Unis qu'au Japon et en Allemagne. Dans les deux premiers pays, le ratio patrimoine financier/PNB a eu tendance à fléchir à partir du milieu des années soixante, pour s'inscrire en légère reprise ces derniers temps. Le Japon et l'Allemagne, en revanche, ont enregistré un accroissement assez continu à cet égard. L'explication tient en partie au fait que la part des valeurs à revenu variable et des titres à long terme à taux fixe dans les portefeuilles est plus importante au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. La crise économique du milieu des années soixante-dix a provoqué une forte réduction de la valeur marchande de ces actifs. La baisse du patrimoine des ménages qui en est résultée n'a pas été intégralement compensée, en dépit de la vive progression des cours des actions durant ces dernières années et de la persistance de capacités de financement. De plus, divers indices montrent que, pendant cette période, les préférences des ménages se sont davantage tournées vers les actifs réels.

En Allemagne et au Japon, par contre, les systèmes financiers ont une orientation bancaire et les actifs tendent à revêtir un caractère plus monétaire. C'est pourquoi le ratio patrimoine financier/PNB, tout en étant affecté par l'érosion due à l'inflation de la valeur réelle de ces actifs, n'apparaît pas fortement influencé par les effets de valorisation. Le taux d'accroissement comparativement élevé de l'accumulation au Japon ressort clairement, tandis qu'en Allemagne le niveau du patrimoine financier net des ménages (secteur du logement compris) est anormalement *faible*, mais cela est dû en partie au fait que les régimes de retraite ne comportent généralement pas de capitalisation et que l'actionnariat est assez peu développé. Côté passifs, on est frappé par la similitude de comportement du secteur des ménages dans tous les pays, le niveau s'étant élevé à 50–60% du PNB. Elle vient tempérer l'impression selon laquelle les

**Stocks d'actifs financiers et endettement des secteurs des ménages et des entreprises<sup>1</sup>**

Pays	Années	Ménages <sup>2</sup>			Entreprises <sup>2</sup>		
		actifs financiers	endettement	patrimoine financier net	actifs financiers <sup>4</sup>	endettement <sup>4</sup>	endettement <sup>4</sup> (hors actions)
en % du PNB							
Etats-Unis . . . . .	1966	1,94	0,51	1,43	0,18	1,27	0,36
	1970	1,95	0,51	1,44	0,18	1,30	0,38
	1975	1,66	0,52	1,14	0,20	0,96	0,38
	1980	1,72	0,59	1,14	0,20	1,00	0,38
	1983	1,83	0,60	1,24	0,20	1,04	0,39
	1984	1,75	0,58	1,17	0,20	0,95	0,38
Royaume-Uni . . . . .	1966	1,91	0,39	1,52	0,39	1,05	0,42
	1970	1,83	0,39	1,44	0,40	1,15	0,48
	1975	1,33	0,39	0,94	0,38	0,86	0,47
	1980	1,28	0,39	0,89	0,33	0,74	0,39
	1983	1,56	0,49	1,07	0,42	0,88	0,41
	1984 <sup>5</sup>	1,61	0,51	1,10	0,43	0,89	0,41
Allemagne fédérale . . . . .	1966	0,66	0,36	0,30	0,29	0,75	0,53
	1970	0,77	0,38	0,39	0,34	0,81	0,58
	1975	0,92	0,42	0,50	0,37	0,84	0,63
	1980	1,00	0,50	0,50	0,37	0,79	0,63
	1983	1,13	0,56	0,57	0,45	0,89	0,68
	1984	1,15	0,57	0,58	0,46	0,88	0,68
Japon . . . . .	1966	0,98	0,36	0,62	0,48	1,17	0,89
	1970	0,99	0,38	0,61	0,43	1,09	0,85
	1975	1,21	0,46	0,75	0,54	1,25	0,93
	1980	1,47	0,54	0,93	0,53	1,16	0,87
	1983	1,74	0,60	1,14	0,63	1,36	0,94
	1984 <sup>6</sup>	1,75	0,61	1,14	0,66	1,36	0,93

<sup>1</sup> Pour ce tableau et le graphique suivant, les actions et obligations sont évaluées à leur valeur marchande, sauf pour les obligations aux Etats-Unis et au Japon (valeur comptable). <sup>2</sup> Pour l'Allemagne, y compris le secteur du logement, dont 20% environ des actifs sont attribuables au secteur des entreprises; pour le Royaume-Uni et le Japon, y compris les opérations des entreprises individuelles. <sup>3</sup> Pour les Etats-Unis et le Japon, secteur des entreprises non financières; pour le Royaume-Uni, sociétés industrielles et commerciales; pour l'Allemagne, entreprises à l'exclusion du secteur du logement. <sup>4</sup> A l'exclusion des créances et engagements au titre des crédits commerciaux. Pour les Etats-Unis, les passifs englobent les valeurs à revenu variable des sociétés financières. <sup>5</sup> Fin juin. <sup>6</sup> Fin septembre.

préférences pour les actifs et les passifs et les contraintes limitant le recours à l'emprunt sont nettement différentes. Ces perceptions sont souvent fondées sur l'accroissement récent de l'endettement par rapport au PNB. Ainsi, au Royaume-Uni, le ratio endettement des ménages/PNB a connu une progression sans précédent au cours des années 1980-84, tout en se maintenant au-dessous des niveaux observés aux Etats-Unis. Ce changement reflète la disparition du rationnement du crédit, résultant à la fois de la suppression des mesures freinant l'expansion des bilans des banques et de la réglementation du crédit à la consommation.

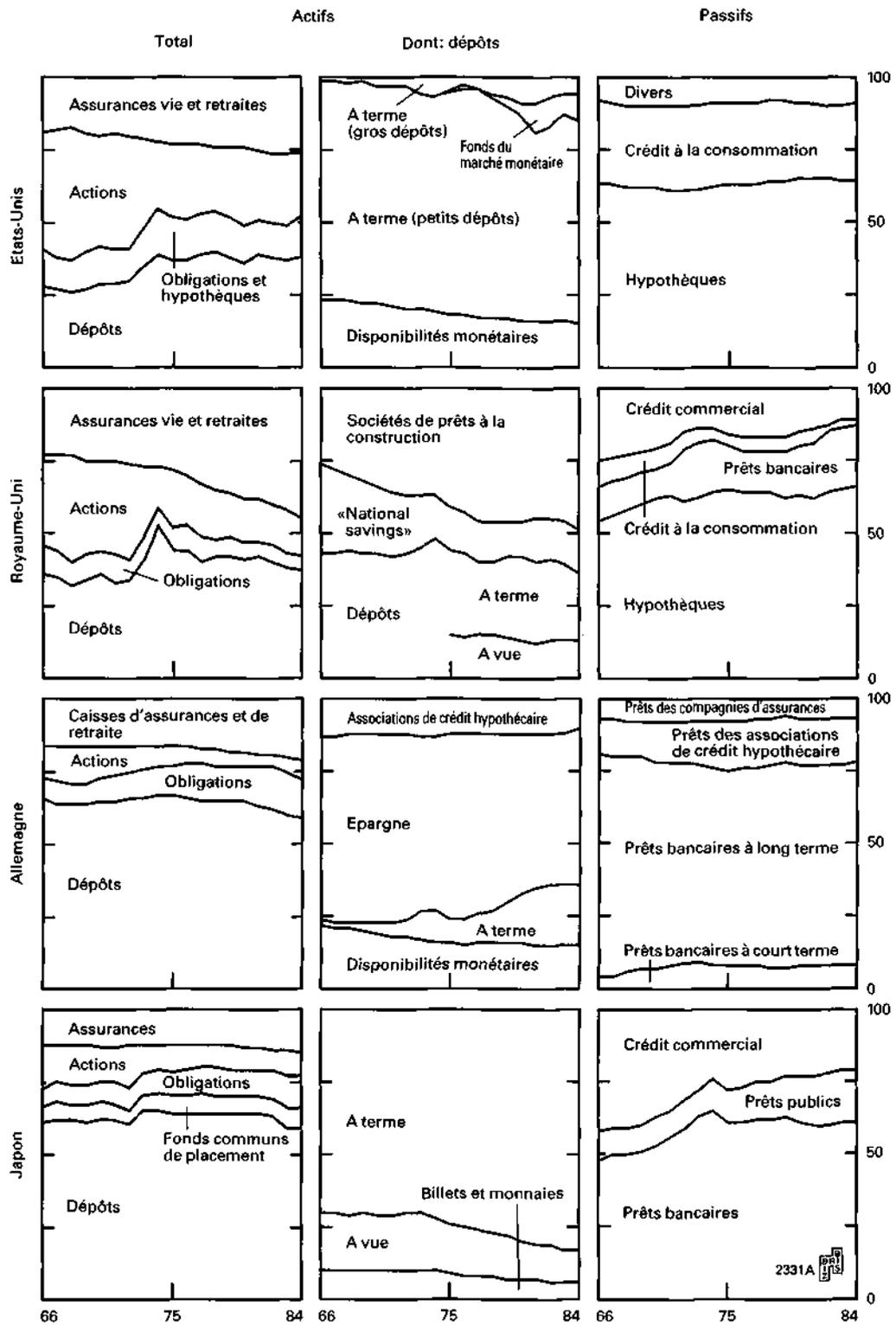
En ce qui concerne les stocks financiers du secteur des entreprises au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, l'évolution de l'endettement brut a été marquée principalement par l'effet de valorisation du capital-actions. Cet aspect est moins prononcé dans le cas de l'Allemagne et du Japon, en raison sans doute du recours traditionnel aux emprunts bancaires, de l'étroitesse du marché des valeurs à revenu variable et, partant, de la faiblesse des fonds propres. On peut faire valoir que l'incitation à effectuer des investissements fixes est d'autant

plus forte que le rapport du cours des actions aux coûts de remplacement du stock de capital augmente. La récente hausse des cours des actions peut donc avoir incité les entreprises à investir davantage, en particulier aux États-Unis. Ces dernières ont eu tendance à accroître progressivement leur endettement (hors capital-actions) par rapport au PNB (sauf au Royaume-Uni). Cette évolution reflète peut-être l'expansion des marchés du crédit au cours de cette période. Cependant, comme la détention d'actifs bruts a eu également tendance à s'accroître, la position nette (hors capital-actions) est restée assez constante. La relation entre les dettes brutes avec et sans inclusion du capital-actions révèle une caractéristique commune à de nombreux pays, à savoir un recul du ratio de fonds propres. En Allemagne, en Belgique et aux Pays-Bas, notamment, les autorités sont particulièrement soucieuses de rétablir les ratios atteints dans le passé.

*Evolution de la composition des portefeuilles.* La composition du portefeuille des ménages reflète d'importantes différences dans les systèmes financiers. Elle est présentée dans les graphiques ci-après, dans lesquels certaines estimations sont utilisées pour 1984 (on ne dispose pas de données comparables sur le crédit commercial pour l'Allemagne). La proportion des actions apparaît exceptionnellement élevée aux États-Unis et au Royaume-Uni, mais on constate également qu'elle n'a cessé de se réduire depuis le milieu des années soixante, tandis que la part des dépôts et de la détention indirecte d'actifs via les compagnies d'assurances et les caisses de retraite s'est renforcée. En principe, dans la mesure où un investisseur peut choisir librement et sans frais la composition de son portefeuille, la proportion des actifs dépend du risque et du rendement escompté, bien que des facteurs démographiques, législatifs et fiscaux jouent également un rôle.

Ainsi, par suite de l'instabilité accrue et du recul du cours des actions au milieu des années soixante-dix, la perception du risque est allée en augmentant et la rentabilité escomptée des valeurs à revenu variable s'est inscrite en recul. En conséquence, les ménages se sont tournés vers la détention indirecte d'actions, en particulier par le biais des compagnies d'assurances, des caisses de retraite et des fonds communs de placement. Cela impliquait une meilleure répartition des risques et la détention de ces avoirs présentait des avantages fiscaux qui ont accru les rendements attendus. En outre, les fonds de retraite se sont développés pour des raisons démographiques. La part des obligations de société et des titres d'Etat s'est réduite pour des raisons semblables. L'élargissement de la part des dépôts a également été encouragé par la diminution du risque relatif (malgré l'inflation) et par l'amélioration des rendements due à l'innovation financière et à la déréglementation. L'accroissement de la proportion des dépôts dans le patrimoine financier implique une augmentation de la liquidité, qui a pu être induite en partie par l'aggravation des incertitudes économiques, et qui a également contribué à compenser la réduction de la liquidité de l'ensemble du patrimoine provoquée par l'appréciation des actifs *réels* en période inflationniste et par l'extension de la part de patrimoine détenue indirectement par le biais d'organismes de placement.

### Composition du portefeuille des ménages



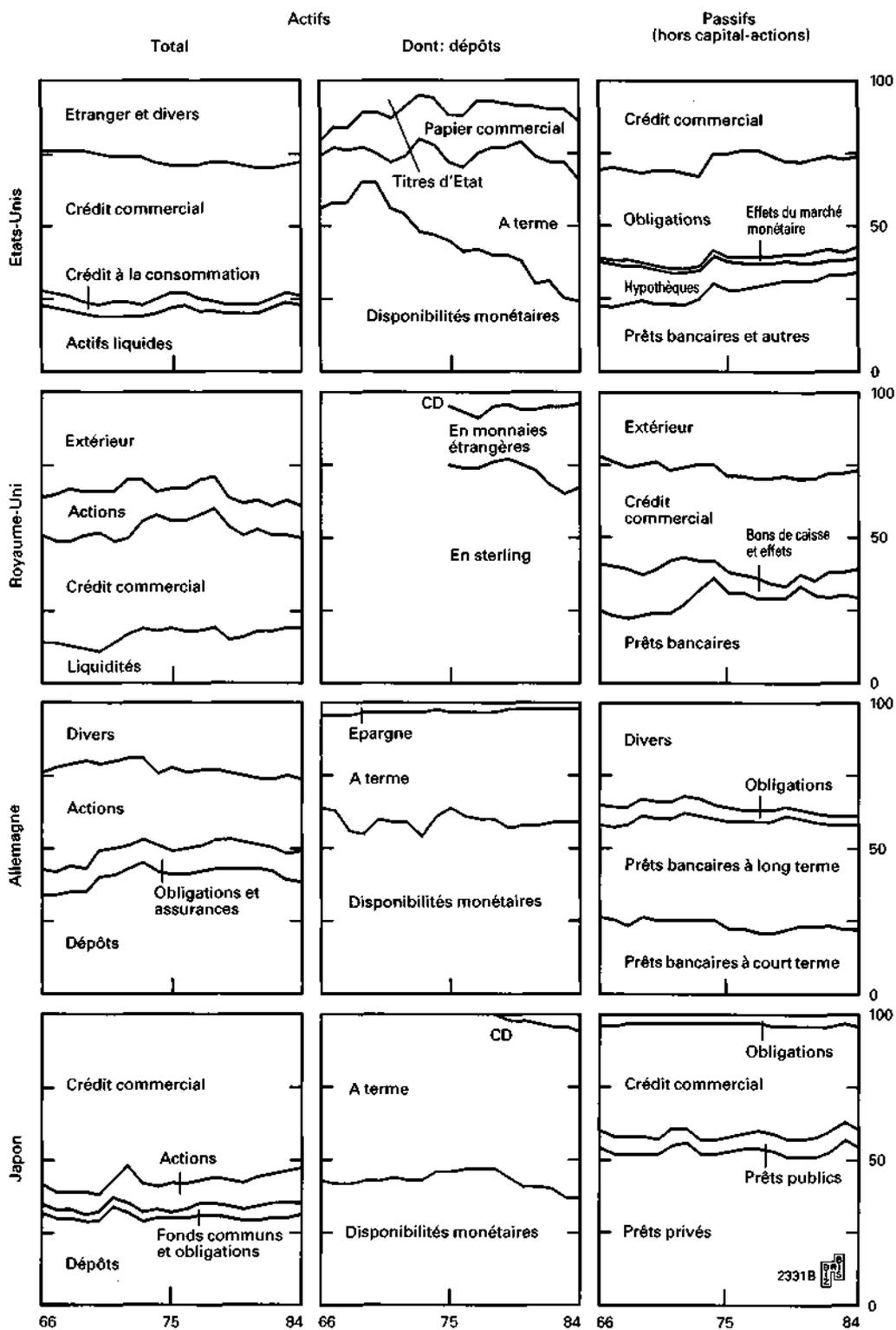
Au Japon et en Allemagne, les modifications intervenues entre les grandes catégories d'actifs financiers ont été relativement mineures. Les dépôts sont demeurés l'instrument prépondérant, bien qu'ils aient eu tendance à fléchir quelque peu récemment. On note, en revanche, une progression des créances sur les compagnies d'assurances ainsi que des obligations et, au Japon, des valeurs à revenu variable (y compris du portefeuille de fonds communs de placement). Dans ce dernier pays, ces modifications sont liées à la fois à l'essor des émissions de titres d'Etat et à la création de nouveaux instruments et circuits, tels que les comptes «WIDE» pour la détention de bons de caisse bancaires; l'examen des graphiques donne toutefois à penser que l'innovation n'a pas encore exercé d'incidence majeure sur la composition des portefeuilles des ménages.

L'interaction de ces facteurs ressort également de l'évolution des dépôts des ménages. D'une manière générale, on a assisté à un mouvement structurel des dépôts à vue vers les dépôts à terme et d'épargne, ainsi que des dépôts à terme traditionnels et/ou réglementés vers les dépôts assortis de rendements liés à ceux du marché. Ainsi, aux Etats-Unis, il s'est produit une expansion des dépôts à terme, ces derniers temps surtout, des comptes de dépôt au jour le jour (MMDA) auprès des banques, ainsi que des fonds communs de placement en effets du marché monétaire gérés par des institutions financières non bancaires. Ces derniers, qui ont fait leur apparition à la fin des années soixante-dix, représentaient, fin 1982, quelque 10% de  $M_2$ ; leur expansion a toutefois été freinée récemment par le développement rapide, depuis 1982, des MMDA bancaires, qui entraînent pour plus de 17% dans  $M_2$  à la fin de 1984.

Une modification semblable et plus durable s'est produite au Royaume-Uni, où la part des sociétés de crédit immobilier dans les dépôts est passée de 25% à 50% au cours de la période, du fait principalement d'avantages fiscaux, d'un degré plus élevé d'innovation et d'une forte demande de prêts hypothécaires. En Allemagne, en revanche, le mouvement vers les dépôts à terme est intervenu en grande partie *au sein* du secteur bancaire, en raison de son caractère «universel». Il peut donc avoir des implications différentes pour la recherche des ressources à l'intérieur d'un établissement et pour la concurrence sur le marché financier. Il en est de même pour le Japon, dans la mesure où les particuliers se sont tournés vers des «dépôts à terme à échéance préétablie» offerts par les banques; ces dépôts, tout en demeurant réglementés, sont assortis de rendements plus élevés. Cependant, le rôle croissant des comptes d'épargne postaux, lié aux avantages fiscaux des dépôts à terme, a constitué un changement tendanciel dans l'importance relative des divers établissements.

Le côté endettement du portefeuille des ménages montre que la part des emprunts à long et à court terme et celle des passifs divers sont relativement constantes aux Etats-Unis et en Allemagne. Les Etats-Unis enregistrent un niveau plus élevé de crédit identifié à la consommation, en raison du stimulant exercé par la déductibilité fiscale des charges d'intérêts, l'absence relative d'effets de rationnement du crédit (bien que des périodes d'étranglement aient été observées dans de précédentes occasions) et les faibles taux d'épargne. Au Royaume-Uni et au Japon, des modifications plus importantes sont intervenues,

### Composition du portefeuille des entreprises non financières



dans une phase de transition due à la transformation des marchés non organisés du crédit (tel que le crédit commercial) en marchés organisés avec intermédiaires, par suite de l'atténuation du rationnement du crédit. Au Royaume-Uni, les prêts assortis d'avantages fiscaux (hypothèques) se sont développés par rapport aux autres formules plus coûteuses (crédit à la consommation).

On pourrait penser que les entreprises non financières se montrent plus ouvertes aux perfectionnements financiers que les ménages, la composition de leurs portefeuilles étant moins liée à des habitudes et le coût de transaction étant plus faible. Les graphiques confirment que, d'une manière générale, les variations des portefeuilles des entreprises ont été plus rapides et que les portefeuilles eux-mêmes ont été plus instables. Plusieurs tendances communes se dégagent du côté actifs. Tant au Royaume-Uni qu'aux Etats-Unis, les entreprises ont progressivement accru la proportion de leurs avoirs extérieurs (investissement direct compris), la part du Royaume-Uni s'étant fortement gonflée au cours des années 1979-81, après l'abolition du contrôle des changes. Face à un climat d'incertitude, la liquidité du patrimoine des entreprises a également eu tendance à s'accroître. Le Japon constitue une exception à cet égard, la stabilité des taux d'intérêt depuis 1977 ayant réduit la nécessité de se prémunir contre les risques. L'évolution intervenue dans la composition des actifs liquides aux Etats-Unis révèle une forte désaffection à l'égard des dépôts à vue au profit de dépôts à terme assez liquides et des billets à ordre, ce qui implique un accroissement des rendements sans réduction sensible de la liquidité.

En Allemagne, où l'activité bancaire «universelle» prévaut et où l'innovation financière n'a pas fait problème, on constate une assez grande stabilité des dépôts, en dépit du transfert récent de certaines ressources vers les dépôts à terme. Au Japon, également, les modifications n'ont revêtu jusqu'à présent qu'une faible ampleur. Malgré son expansion rapide, le marché des certificats de dépôt japonais ne représente encore que 5% des dépôts des entreprises.

La récente reprise économique a inversé, dans une certaine mesure, le fléchissement de la part du capital-actions dans le passif des entreprises aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. Ce changement est dû à la hausse des cours des actions et au développement du financement sous forme d'émissions nouvelles qui en est résulté. Aux Etats-Unis, cependant, en raison d'un volume important de reprises d'actifs, financées par le crédit, d'entreprises en difficulté, on a noté l'an passé une forte substitution d'endettement aux actions. En ce qui concerne les passifs autres que les actions, les emprunts bancaires ont eu tendance à être préférés aux obligations, en particulier depuis 1976. Les taux d'intérêt élevés et instables ont encouragé les entreprises à se tourner vers les prêts bancaires à court terme ou à taux variable; ces derniers temps, on a toutefois constaté un certain retour au marché obligataire, notamment au Japon, où les banques recourent également en partie à l'émission d'obligations pour financer les prêts aux entreprises. Malgré ces modifications, la proportion des obligations dans l'endettement total continue à refléter le degré d'activité du marché. En Allemagne et au Japon, la proportion des obligations à long terme des sociétés dans les passifs des entreprises est inférieure à 5%, tandis qu'aux Etats-Unis elle

se maintient à 25%. Au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, on a assisté, en outre, à une augmentation des émissions d'instruments à court terme concurrençant les prêts bancaires. Si ce développement reflète les perfectionnements croissants des marchés, il convient de noter néanmoins que l'expansion rapide du marché des effets commerciaux au Royaume-Uni a peut-être été encouragée par les opérations officielles effectuées sur le marché monétaire dans le contexte d'un «sur-financement» sur le marché des fonds d'Etat.

### **Evolution des systèmes financiers: concurrence et innovation**

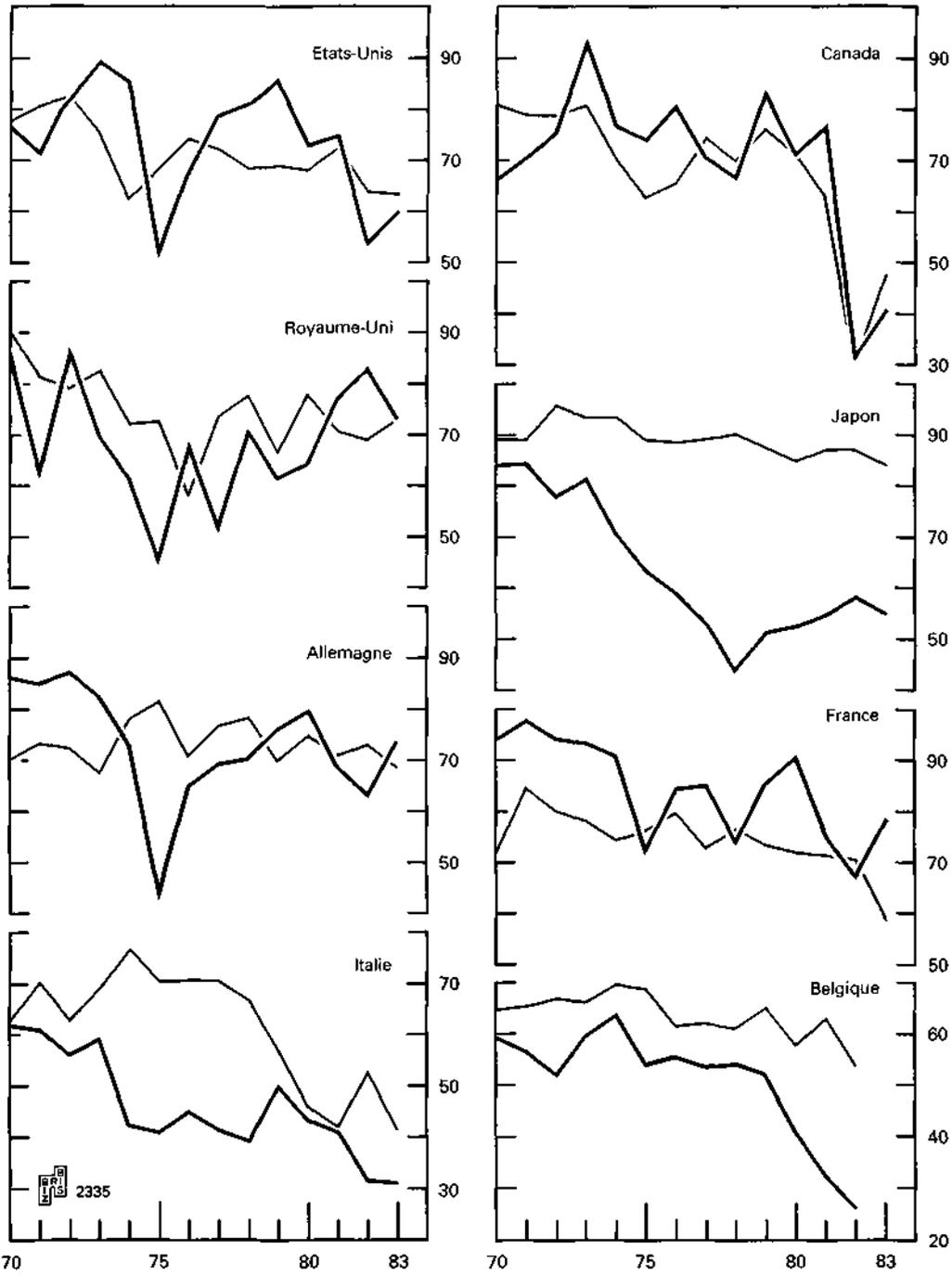
Les modifications dans la structure des flux financiers et la nature de l'intermédiation au cours des dernières années sont dues à l'action de facteurs conjoncturels et structurels affectant à la fois la demande et l'offre de ressources ainsi que la capacité concurrentielle des banques, des autres institutions financières et des marchés des capitaux d'acheminer ces ressources vers les utilisateurs finals. Ces modifications sont importantes du point de vue de l'efficacité de l'allocation des ressources, de la stabilité du système financier et de la conduite de la politique monétaire. Avant d'aborder ces différents points, la présente section passe en revue les modifications financières récentes à la lumière des événements intervenus sur une plus longue période, à savoir: a) l'expansion des opérations de crédit directes; b) l'intensification de la concurrence entre établissements financiers; c) l'effacement des frontières entre institutions, instruments et méthodes d'intermédiation.

*Expansion des opérations de crédit directes (sans intermédiation).* Le graphique de la page suivante compare a) les parts respectives des secteurs privé et public dans la collecte de fonds des secteurs internes non financiers et b) la proportion du total des prêts du marché du crédit – accordés aux secteurs financiers interne et externe et, dans une certaine mesure, à d'autres institutions financières – représentée par les intermédiaires financiers internes. Si les deux séries sont établies sur une base quelque peu différente, elles permettent néanmoins de mieux percevoir les liens, structurels et conjoncturels, entre l'évolution de la demande de crédit et le degré de l'intermédiation financière. D'une manière générale, le graphique montre que la part des opérations de crédit directes dans les flux totaux de crédit a eu tendance à augmenter dans certains pays sur l'ensemble de la période considérée.

L'accroissement de la demande de crédit du secteur public, examiné ci-dessus, a eu tendance à favoriser l'expansion du crédit direct. Les gouvernements accèdent plus facilement aux marchés boursiers que les autres emprunteurs, étant donné que leur cote de crédit est relativement facile à évaluer. D'autre part, pour des impératifs de stabilité des prix, les gouvernements ont évité de recourir massivement au système bancaire pour couvrir leurs besoins ou ont fait en sorte que ce financement ne stimule pas excessivement la création monétaire. Dans la plupart des pays du Groupe des Dix, les besoins financiers du secteur public couverts par le secteur bancaire ont généralement baissé à partir de 1980, sinon plus tôt (cf. également tableau de la page 51). Au Royaume-Uni, les autorités ont, en fait, procédé à un surfinancement, c'est-à-dire

### Evolution de la composition du crédit et de l'intermédiation financière

- Emprunts du secteur privé en proportion des fonds collectés sur le marché du crédit par les secteurs internes non financiers
- Part des établissements financiers dans le total des fonds offerts sur le marché du crédit



Source: OCDE, comptes financiers des pays de l'OCDE.

qu'elles ont vendu plus de titres qu'il n'était nécessaire pour faire face aux besoins d'emprunt courants de l'Etat.

Même lorsque les déficits du secteur public ont été financés par recours aux institutions financières, le développement des marchés secondaires s'est souvent trouvé encouragé, ouvrant ainsi de nouvelles possibilités d'effectuer des opérations de crédit directes. En Italie, l'apparition de marchés actifs s'est accompagnée d'une accélération des ventes directes au public. Au Japon, les banques ont continué d'absorber des titres de la dette publique. Cependant, elles ont progressivement bénéficié d'une plus grande latitude pour céder des obligations sur les marchés secondaires, ce qui amène le marché à servir de référence pour fixer les conditions des nouvelles émissions, tant privées que publiques. En Suède, un certain nombre de modifications ont été apportées, ces dernières années, aux règles régissant la constitution des portefeuilles, en vue surtout de faciliter le financement du déficit de l'Etat. Auparavant, les institutions financières devaient acheter et détenir en portefeuille certaines quantités de titres bien précis. Celles qui sont présentement soumises à cette obligation (la Caisse nationale des retraites et les grandes compagnies d'assurances) ont été, depuis 1984, autorisées, après avoir effectué les achats requis auprès de l'émetteur initial, à vendre selon leur gré les titres sur le marché secondaire.

Les gouvernements de quelques pays ont, en outre, contribué à l'expansion des emprunts directs en élaborant de nouveaux instruments. Dans certains cas (France, Italie et Suède), les autorités se sont d'ailleurs montrées assez novatrices. En France, diverses obligations du secteur public assorties de warrants, d'options et d'autres clauses spéciales offrent un choix plus étendu au souscripteur. Elles permettent généralement au prêteur d'éviter en partie le risque de capital inhérent à une émission classique à taux fixe. En Italie, le gouvernement a pris la tête du mouvement en émettant des titres d'emprunt à taux variable et à court terme; il a été rapidement suivi par les institutions financières. De même, les autorités suédoises ont introduit de nouveaux instruments à moyen et à plus court terme à l'intention des résidents du secteur non bancaire.

Dans un passé récent, l'encadrement du crédit, les réserves obligatoires et le plafonnement des taux d'intérêt n'ont pas fortement stimulé la croissance des opérations de crédit directes, comme cela était habituellement le cas auparavant. Les autorités ont moins recouru que précédemment à ce genre de contrôles ou en ont étendu le champ d'application pour réduire les possibilités de s'y soustraire. En Italie, l'encadrement du crédit a été aboli en 1983; une mesure analogue a été prise en France en 1984, avec l'entrée en vigueur d'un système de réserves progressif assis sur les emplois bancaires (non financés par émissions d'actions ou d'obligations). Cette mesure, de même que le précédent régime de plafonnement du crédit, incite à la fois les emprunteurs finals et les banques à recourir davantage aux marchés.

L'accès direct aux ressources s'est trouvé facilité ces dernières années par l'assouplissement de la réglementation régissant les instruments financiers et les marchés. Au Royaume-Uni, aux Etats-Unis, au Japon, en Allemagne, en France et en Suisse, des modifications visant à accroître la concurrence ont été adoptées

ou soumises à examen, au cours de l'année écoulée, dans le domaine de la réglementation, de la fiscalité et des procédures. Ainsi, en France, en Allemagne, au Japon et aux Etats-Unis, l'abolition de la retenue à la source appliquée au revenu des obligations détenues par des étrangers a stimulé l'expansion du marché. Au Royaume-Uni, le droit de timbre sur les transactions du marché financier a été réduit de moitié en 1984, et la suppression des commissions minimales sur les opérations en valeurs mobilières avec l'étranger laisse présager de nouveaux changements profitables aux marchés des capitaux. En Allemagne, les règles relatives à la fonction de chef de file des émissions étrangères d'obligations libellées en deutsche marks ont été modifiées, avec effet en mai 1985. Dorénavant, toute banque juridiquement domiciliée en Allemagne peut être chef de file de telles émissions pour autant qu'elles soient assorties de certaines échéances minimales et que la banque soit sous contrôle étranger, les banques sous contrôle allemand devant par ailleurs bénéficier de droits identiques dans le pays d'origine de la banque en question. Auparavant, les banques à capitaux étrangers n'étaient pas autorisées, même si elles étaient implantées en Allemagne, à être chef de file d'émissions étrangères libellées en deutsche marks. La création d'instruments de placement obligataires et l'assouplissement des restrictions sur l'émission de certificats de dépôt en France et au Japon constituent deux autres exemples de l'atténuation des contrôles de caractère administratif. En France, des modifications fiscales et réglementaires ont permis aux institutions financières d'attirer des ressources aux fins de placement en titres négociables. Outre qu'elles stimulent l'expansion du marché, ces mesures encouragent un réaménagement des portefeuilles en faveur d'actifs moins liquides.

En mettant davantage de ressources à la disposition des investisseurs institutionnels, l'extension des fonds communs de placement et le développement de l'épargne contractuelle ont également stimulé l'essor des marchés; cela signifie cependant que des organismes, qui pour certains sont pourtant souvent fort différents des banques, s'intercalent entre emprunteurs et prêteurs finals. En fait, comme indiqué précédemment, l'élargissement de la part du patrimoine financier détenue sous forme de créances sur les caisses de retraite, les compagnies d'assurances et les fonds communs de placement constitue l'une des modifications les plus notables dans la composition des portefeuilles d'actifs. Les innovations technologiques et l'intensification de la concurrence sur les marchés boursiers ont réduit, et continuent à réduire, les coûts de transaction, en ce qui concerne en particulier les opérations groupées. Aux Etats-Unis, l'abolition des restrictions entravant la concurrence en matière de commissions, dans la première moitié des années soixante-dix, a permis aux établissements de faire bénéficier la grosse clientèle de l'abaissement des coûts. L'expansion rapide, à partir du milieu des années soixante-dix, des fonds communs de placement en instruments du marché monétaire, par suite du plafonnement des taux créditeurs, a également renforcé le rôle des institutions non bancaires sur les marchés.

*Intensification de la concurrence.* Pour les banques et les autres établissements de dépôt, l'augmentation des opérations de crédit directes a été importante pour deux raisons. Tout d'abord, dans un certain nombre de pays, ces établissements se sont de plus en plus tournés vers les marchés, qui sont désormais plus profonds

et plus actifs que dans le passé, pour assurer le financement de leurs prêts. Il ne s'agit pas là d'un phénomène nouveau. Auparavant déjà, les banques se procuraient des ressources sur le marché, lorsque la réglementation des taux d'intérêt, les pénalités au titre des réserves obligatoires et autres mesures administratives rendaient difficile ou coûteux le financement traditionnel sous forme de dépôts. Ce qui a principalement changé, c'est que le recours aux marchés n'est plus aussi instable et que l'importance de ce type de financement varie moins d'un pays à l'autre. En second lieu, l'apparition de marchés moins réglementés et plus actifs a fait que les dépôts et prêts bancaires traditionnels sont de plus en plus assortis de conditions déterminées par le marché ou liées à celui-ci.

Les marchés des capitaux constituent à présent une référence plus importante pour l'évaluation et la détermination des conditions appliquées aux actifs et passifs bancaires. Il est devenu plus difficile de s'écarter des conditions du marché sans risquer de perdre la clientèle qui a la possibilité d'y accéder. Aux Etats-Unis, par exemple, la tendance à abandonner le taux de base bancaire pour les prêts aux sociétés commerciales et industrielles vient en partie de ce que les entreprises peuvent plus facilement collecter directement des ressources par l'émission de billets à ordre (titres du marché monétaire). De 1977 à 1984, le volume de billets à ordre émis par des entreprises non financières a pratiquement été multiplié par cinq (voir graphique de la page 58). A un certain moment, l'habitude de lier les taux des prêts commerciaux des banques aux taux du marché a eu tendance à s'étendre aux crédits accordés aux entreprises n'ayant pas facilement accès à ces marchés. Cela était dû à l'intensification de la concurrence aux Etats-Unis entre les banques de dépôt et les autres institutions financières, en particulier les banques étrangères, et au fait que cette pratique permettait aux banques de réduire leur risque de taux d'intérêt.

La mesure dans laquelle les petits dépôts sont rémunérés aux taux du marché varie d'un pays à l'autre. Aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en Italie et au Canada, les restrictions appliquées au montant minimal, à l'échéance et aux opérations de retrait sont désormais tellement insignifiantes qu'un ménage moyen peut se procurer des dépôts liquides rémunérés aux taux du marché. Dans quelques autres pays, les banques disposant d'une importante base de dépôts ne se sont guère montrées désireuses de voir s'étendre cette pratique aux petits dépôts qui constituent l'essentiel de leurs ressources. Cette question intéresse également les autorités monétaires, car elle détermine en grande partie l'ampleur des variations de taux d'intérêt nécessaires pour agir sur les agrégats monétaires.

*Effacement des frontières.* Ces dernières années ont également été marquées par l'influence persistante d'un autre changement fondamental dans l'intermédiation financière: l'atténuation des distinctions entre les différentes catégories d'institutions financières, les différents types de contrats et, même, les opérations réalisées directement ou avec intermédiation sur le marché. Le premier changement est le résultat d'une intensification de la concurrence intéressant toute la gamme des services financiers et d'une plus grande interpénétration au niveau de l'activité traditionnelle des diverses institutions. Cela a été le cas notamment aux Etats-Unis, au Japon, au Royaume-Uni, en Italie, en France et

au Canada. Du fait peut-être que les Etats-Unis sont le seul pays du Groupe des Dix à appliquer d'importantes restrictions géographiques aux opérations bancaires, l'interpénétration institutionnelle y a été plus étendue sur le plan interne que dans beaucoup d'autres pays. Comme pour les autres innovations financières, le phénomène d'atténuation des limites a été négligeable en Allemagne, aux Pays-Bas et en Suisse, où l'activité bancaire est depuis longtemps universelle.

Aux Etats-Unis, un secteur parabancaire s'est progressivement développé à la périphérie des institutions traditionnelles, qui ont réagi par une extension de leur couverture géographique et de la gamme de leurs produits. Certaines institutions nouvelles, telles que les établissements parabancaires, sont le fruit de réglementations différenciées qui reflètent le partage des responsabilités, caractéristique d'un système fédéral, ou qui ont été conçues à un moment où l'innovation financière était plutôt en sommeil. L'exploitation des différences des lois et réglementations locales par les grandes banques a également conduit à une plus grande interpénétration, au même titre que l'acquisition d'une catégorie d'institutions financières par une autre. Ce dernier phénomène s'est également produit au Canada, en France et au Royaume-Uni, où les banques, les sociétés de placement en valeurs mobilières et les compagnies d'assurances se sont associées sous des formes diverses pour former des conglomérats financiers.

Récemment, les autorités de certains pays ont contribué plus activement à l'atténuation des distinctions entre établissements, en assouplissant les restrictions appliquées aux catégories d'opérations qu'ils sont autorisés à réaliser ainsi que les modalités de cette activité. Cette action est destinée à accroître l'efficacité et à mettre sur un pied d'égalité les différentes catégories d'établissements. Ainsi, au Royaume-Uni, le régime fiscal de l'ensemble des dépôts a été uniformisé en 1985, de sorte que les établissements de dépôt privés de toutes catégories se trouvent placés dans des conditions plus équitables. Les sociétés de crédit immobilier étaient auparavant les seules à verser un intérêt après déduction d'une taxe à taux uniformes ou forfaitaires. On constate également une atténuation des lignes de démarcation entre banques et établissements de crédit spécial en Italie et entre banques et sociétés de placement en valeurs mobilières au Japon.

Un des exemples les plus récents de l'atténuation des limites concerne les différentes catégories de contrats financiers. Auparavant, non seulement les contrats financiers étaient généralement détenus jusqu'à l'échéance, mais l'achat ou la vente d'un contrat comportait en outre le transfert de toutes ses caractéristiques. Désormais, les nouvelles techniques permettent aux banques ou aux autres institutions de «désagréger» les contrats financiers, d'en retenir certains éléments et de transférer les autres. Les swaps de devises et de taux d'intérêt, les contrats à terme d'instruments financiers, les opérations sur le marché à terme, les options, les transactions sur des droits d'intérêts et l'assurance du risque de crédit sont autant d'exemples des nouvelles techniques. Certaines d'entre elles ne revêtent jusqu'à présent qu'une importance limitée en dehors des Etats-Unis et des euromarchés, où une part importante de contrats d'euro-obligations à taux fixe sont conclus dans le cadre de swaps. Certains signes prouvent

néanmoins qu'elles connaissent une extension progressive. Les contrats à terme d'instruments financiers, examinés de manière plus approfondie dans le Rapport de l'an passé, existent ou sont à l'étude en Australie, au Canada, en France, au Luxembourg, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, et le volume de ces opérations et la gamme des produits offerts sont allés en augmentant, à partir souvent d'une base très réduite, il est vrai. Dans d'autres pays, tels que l'Allemagne et la Suisse, où les marchés des capitaux n'ont pas connu des changements aussi rapides, la « désagrégation » semble avoir joué un rôle mineur en ce qui concerne les transactions internes.

Pour ce qui est, enfin, de l'atténuation des limites entre institutions financières et marchés, elle est, dans une large mesure, la conséquence de l'intensification de la concurrence, de l'utilisation plus active des marchés par les emprunteurs finals et les institutions financières et de la « désagrégation » des conditions des contrats financiers. Lorsque les taux d'intérêt appliqués aux avoirs et engagements des banques évoluent conformément à ceux du marché et que les commissions sont intégralement répercutées sur les prestations financières, lorsque les banques isolent les caractéristiques indésirées des contrats financiers, tels que le risque excessif de taux d'intérêt, au moyen de techniques de « désagrégation » et lorsque les instruments détenus auparavant jusqu'à l'échéance peuvent être cédés à volonté, la distinction entre l'intermédiation réalisée par les institutions et les flux directs sur les marchés — distinction parfois considérée comme la pierre angulaire de la régulation monétaire — s'avère beaucoup plus problématique. Elle ne disparaît pas pour autant. Les marges bancaires de taux d'intérêt demeurent plus élevées que les écarts entre les taux acheteur et vendeur sur les marchés des capitaux, du fait que les banques fournissent une gamme de services, tels que l'évaluation du risque et l'appréciation de la cote de crédit de la clientèle, que les marchés, eux, n'offrent pas et ne peuvent d'ailleurs offrir.

Une innovation financière importante — les prêts à taux variable — a été examinée dans le Rapport annuel publié en 1983. Il convient de noter que, depuis lors, la réapparition des contrats à taux fixe et la transformation de taux d'intérêt ont été modestes, malgré la réduction de l'inflation et la plus grande stabilité des taux d'intérêt. Aux Etats-Unis, une certaine reprise des prêts à taux fixe a été enregistrée en 1984. Ce phénomène a été observé sur le marché des obligations de société et, plus tard dans l'année, sur le marché hypothécaire, mais, sur l'ensemble de l'année, la part des prêts hypothécaires à taux ajustable — quelque deux tiers du total — a été plus élevée qu'en 1982 ou en 1983. De plus, certains emprunts à taux fixe ont été conclus dans le cadre de transactions de swap, ce qui signifie que le risque de taux d'intérêt peut ne pas avoir augmenté. De même, l'an passé, le Canada a connu une modeste progression des prêts à taux d'intérêt fixés pour des échéances de trois à cinq ans. En Italie, l'utilisation de contrats à taux variable par les institutions de crédit spécial a continué de se développer, tandis qu'en France les institutions financières ont eu, elles aussi, tendance à favoriser cette catégorie de prêts. Dans les pays, tels que le Royaume-Uni, qui ont une longue expérience dans ce domaine, aucun changement important ne s'est produit.

La poursuite du recours aux techniques de réduction du risque de taux d'intérêt s'explique de différentes façons. Tout d'abord, les anticipations de taux d'intérêt futurs demeurent entourées d'une très grande incertitude. Aussi pourrait-on s'attendre que les banques assument plus durablement le risque de taux d'intérêt et que les emprunteurs et prêteurs finals soient davantage disposés à conclure des contrats à taux fixe dès lors que les conditions financières et économiques fondamentales se sont stabilisées. Une seconde explication est que les banques ne veulent pas abandonner les nouvelles techniques qui leur permettent de réduire le risque de taux d'intérêt, en particulier lorsque l'interaction est plus forte avec d'autres risques, tels que les risques à l'égard du crédit, de la monnaie et du pays. En réalité, on peut faire valoir que le principal changement qui s'est produit dans la gestion du risque bancaire ne concerne ni la nature ni même le montant total du risque encouru, mais plutôt la plus grande capacité des banques de modifier sa composition. Dans ce cas, le retour généralisé aux prêts à taux fixe serait fonction des modifications des autres risques et des décisions opérationnelles des intermédiaires financiers.

### **Problèmes de politique économique**

Les modifications financières des dernières années posent un certain nombre de problèmes, dont l'actualité varie toutefois d'un pays à l'autre en fonction du rythme et de l'ampleur de ces modifications. L'une des questions les plus importantes est celle de l'efficacité. On estime généralement que l'intensification de la concurrence sur le marché des capitaux accroît l'efficacité, non seulement dans le domaine restreint de l'activité bancaire et financière, mais également dans l'allocation globale des ressources. L'allègement des diverses contraintes a permis aux banques et autres établissements de répondre de manière plus souple qu'auparavant aux modifications des conditions du marché. Les coûts de transaction ont été réduits et il est désormais plus facile de changer la composition des portefeuilles. Cependant, si l'ajustement dans les autres compartiments de l'économie est lent et difficile à prévoir, il est toujours possible que les prix sur les marchés des capitaux ne se situent ni à leur niveau d'équilibre ni même à proximité de celui-ci, ce qui risque de rendre plus difficiles les décisions en matière d'investissement et d'épargne et de compromettre l'efficacité du processus d'allocation des ressources. En outre, bien que l'élargissement de l'activité des différentes catégories d'institutions financières puisse conduire à des économies externes par le biais de l'informatisation et de la classification de la clientèle, il y a un risque plus grand de conflits d'intérêts, d'exploitation de situations privilégiées et de concentration de puissance financière, qui sont autant d'éléments susceptibles de nuire à l'efficacité.

Les modifications récentes des conditions financières et l'intensification parallèle de la concurrence exercent une forte influence dans un autre domaine préoccupant: la *stabilité financière*. Une concurrence sévère peut stimuler la prise de risque et réduire les marges, en exposant ainsi davantage les différentes institutions à des difficultés. Comme l'interdépendance est plus étroite sur les plans national et international, ces problèmes pourraient compromettre d'une

manière plus générale la stabilité financière. La conception de la régulation monétaire et de la surveillance bancaire doit tenir compte de l'évolution des conditions. On reconnaît souvent maintenant que les restrictions imposées aux banques pour satisfaire les besoins du marché peuvent réduire la capacité d'adaptation du système financier. Quelquefois, la réglementation ne fait que détourner la concurrence vers des domaines où elle est moins manifeste et où l'ajustement est plus coûteux et plus lent. Néanmoins, il importe au plus haut point que les banques disposent — et qu'on s'en rende compte — de capitaux propres suffisants et de systèmes de gestion performants dans un environnement où la concurrence est très vive et propose une gamme plus vaste de produits sur un plus grand nombre de marchés parfois peu familiers.

Alors que, dans plusieurs pays, on estime normal de poursuivre la libéralisation des marchés des capitaux, le rythme des modifications souhaitées est à la fois difficile à déterminer et comporte de délicates implications politiques. Si les prix et la structure des flux sont proches de leurs niveaux d'équilibre, l'abolition du jour au lendemain des règles qui régissent la fixation des prix ou la composition des portefeuilles peut se justifier. Mais, si les systèmes financiers sont bien protégés depuis des décennies par les réglementations et un environnement technologique stable, l'abolition soudaine des contraintes en matière de prix et de produits pourrait conduire à une restructuration tellement rapide du système financier qu'elle risquerait d'en compromettre la stabilité. Dans ces conditions, une évolution progressive, conjuguée avec des mesures visant à assurer un niveau adéquat de fonds propres, aura tendance non seulement à servir les intérêts acquis de tel ou tel groupe de la collectivité auquel profitent les restrictions, mais également à réduire les risques d'instabilité financière.

Un troisième sujet de préoccupation dans certains pays concerne la nature des répercussions exercées par les modifications du système financier sur l'élaboration et la formulation de la politique monétaire. De nombreuses indications montrent que la demande de monnaie peut varier sous l'effet de l'innovation financière, de l'élargissement des possibilités d'effectuer des opérations de crédit directes et d'une profondeur accrue des marchés des capitaux. L'existence d'un marché profond et performant accroît la liquidité des diverses créances et confère ainsi à leur détenteur des disponibilités plus importantes que si elles pouvaient simplement être utilisées comme garanties d'un prêt. Dans un grand nombre de pays, les innovations financières qui ont atténué la distinction entre les créances monétaires et non monétaires ont modifié les attitudes à l'égard du recours aux agrégats monétaires. Dans certains pays, on dispose maintenant d'une gamme élargie d'agrégats, qui ne sont pas tous monétaires. En outre, ils tendent à être utilisés d'une manière plus souple et plus qualitative, étant donné que, dans un environnement évolutif, les relations passées ne constituent pas toujours un guide sûr pour l'avenir.

Le développement des marchés de crédit direct a également une incidence sur la diffusion des impulsions de la politique à travers le système financier et affecte l'autonomie monétaire interne. La substitution entre les différents actifs financiers, internes et externes, devient plus facile lorsque les marchés ont une

profondeur plus grande. Les limitations d'ordre administratif appliquées à l'expansion du crédit, aux taux d'intérêt et à la composition des portefeuilles perdent de leur efficacité étant donné que les flux sont détournés vers la gamme croissante des autres formes d'emplois. Il est généralement reconnu que les taux d'intérêt jouent alors un plus grand rôle dans la transmission des effets des politiques mises en œuvre. En outre, le risque, qui est le second élément déterminant dans les choix de portefeuille, devient également plus important à cet égard. Les prêteurs, par exemple, prennent davantage conscience de l'incidence de taux d'intérêt élevés et instables sur la capacité des emprunteurs d'assurer le service de leur dette. Par suite, les bailleurs de fonds se montrent plus prudents, ce qui renforce l'action d'une politique restrictive axée sur les taux d'intérêt.

Enfin, il convient de noter que les modifications intervenues dans l'activité bancaire et financière dans certains pays n'affectent pas simplement la nature même de la politique monétaire et de la surveillance bancaire; elles rendent aussi la coordination de ces politiques plus impérative mais en même temps plus facile que par le passé. Étant donné que, dans la plupart des pays, les autorités monétaires se sont détournées du réglage fin conjoncturel, la première raison d'être du rôle des banques centrales, à savoir le maintien de la stabilité fondamentale des prix et des conditions financières, est devenue primordiale. L'évolution survenue sur les marchés des capitaux signifie également que la distinction entre les instruments de la surveillance bancaire et de la politique monétaire est à présent plus ténue. Lorsque les marchés sont bien étoffés et que les bénéfices occupent une place importante dans l'ensemble des objectifs des banques, l'efficacité de l'action monétaire dépend de son incidence sur les taux d'intérêt; ces derniers, à leur tour, influent sur la situation bénéficiaire des banques et sur la constitution de fonds propres, ce qui revêt une importance croissante pour la surveillance bancaire.

## IV. POLITIQUE MONÉTAIRE ET TAUX D'INTÉRÊT

### Faits saillants

La formulation de la politique monétaire continue de s'effectuer dans le cadre stable constitué, dans les principaux pays industrialisés, par une régulation de la masse monétaire et, dans la plupart des autres, par une approche axée sur le taux de change. Ces stratégies visent à favoriser le retour à une croissance non inflationniste, et, à certains égards, les évolutions observées l'année passée sur le plan économique ont été encourageantes. Dans un contexte de taux d'inflation peu élevés ou en baisse, la fixation de rythmes modérés de croissance monétaire, susceptibles de maîtriser les anticipations inflationnistes, a permis un redressement de la production, évolution qui paraît devoir se poursuivre. En revanche, aux Etats-Unis, la dette intérieure totale a augmenté dans le même temps, en liaison avec un important déficit de la balance des paiements courants, beaucoup plus rapidement que les agrégats monétaires.

Si les objectifs fondamentaux des stratégies recourant aux agrégats monétaires ont eu généralement tendance à converger, les modalités d'intervention diffèrent encore cependant d'un pays à l'autre, notamment dans l'importance accordée à l'action des autorités sur les contreparties internes et externes de la création monétaire. L'année dernière, la France a inauguré un nouveau dispositif de régulation du crédit, alors qu'au Japon l'évolution vers un système de contrôle monétaire fondé sur le maniement des taux d'intérêt s'est poursuivie. Dans certains pays, la régulation monétaire s'est heurtée aux impératifs de gestion de la dette publique. Les modifications des techniques et méthodes d'intervention des autorités sur le marché monétaire, aux Etats-Unis, au Japon, au Royaume-Uni et en Allemagne, ont influé sur la manière dont les taux d'intérêt à court terme réagissent aux impulsions transmises par les autorités monétaires et le marché.

Etant donné les divergences d'évolution des politiques budgétaires et des économies dans le monde, les réactions des taux d'intérêt aux rythmes modérés de croissance monétaire ont été également différentes selon les pays. En 1984, le loyer de l'argent aux Etats-Unis a commencé par monter, pour fléchir ensuite parallèlement au ralentissement de l'activité économique. En Allemagne et au Japon, en revanche, les taux d'intérêt ont fait preuve d'une remarquable stabilité ou ont marqué un léger recul. Au Royaume-Uni et au Canada, le loyer de l'argent, sous l'influence de facteurs extérieurs, a connu d'amples fluctuations en cours d'année. En France, en Italie et en Belgique, le raffermissement du taux de change de la monnaie vis-à-vis du deutsche mark a favorisé à la fois une décélération de la hausse des prix internes et une détente des taux d'intérêt. Au début de l'année 1985, alors qu'une nouvelle flambée du dollar commençait à mettre à l'épreuve l'efficacité à long terme des politiques anti-inflationnistes suivies dans les autres pays, une nouvelle hausse du loyer de l'argent aux

Etats-Unis a provoqué des tensions sur les taux du marché financier dans la plupart des pays. En mars et au début d'avril, la situation s'est rapidement modifiée à la suite d'un brusque affaiblissement de la monnaie américaine consécutif à des interventions massives sur les marchés des changes et à l'apparition de signes d'un ralentissement de la croissance aux Etats-Unis.

Par rapport aux taux d'inflation, les taux d'intérêt à long terme paraissent toujours élevés, bien que cette observation s'applique plus à l'Amérique du Nord qu'au Japon ou à certains pays d'Europe continentale. Le déséquilibre des finances publiques et la vigueur de la reprise ont rendu difficile l'adéquation entre épargne et investissement aux Etats-Unis. La fermeté des taux de rendement réels américains a eu tendance à faire monter ces mêmes taux dans le reste du monde. Pourtant, la plupart des autres pays ont réussi à déconnecter en partie leurs taux à long terme des conditions pratiquées aux Etats-Unis, notamment parce que le marché a pris en compte le risque d'une dépréciation du dollar.

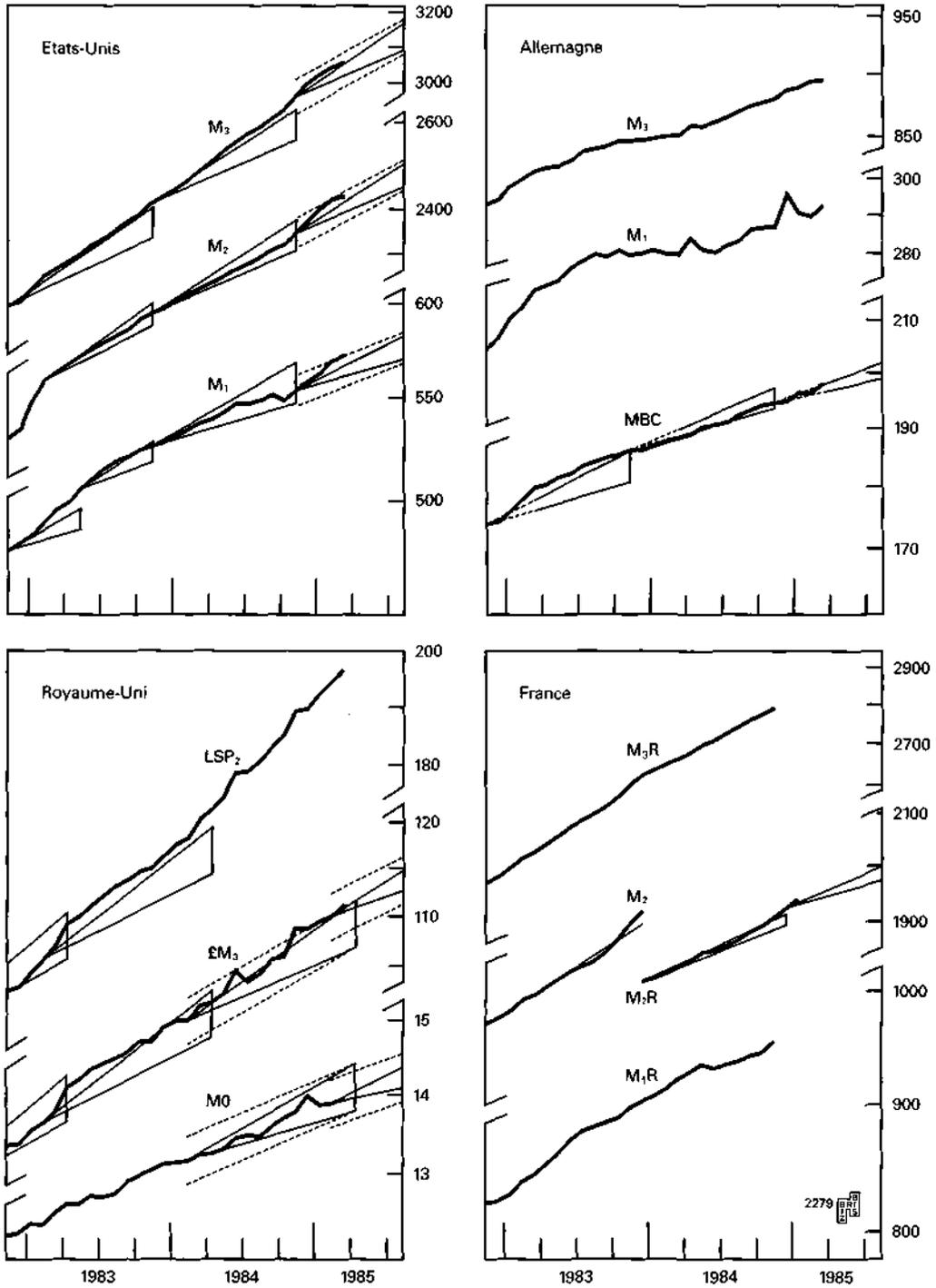
Les développements de l'année dernière ont mis en lumière l'interdépendance des économies; ils ont également montré comment l'efficacité de la politique monétaire, même dans les grands pays, est tributaire de l'interaction des évolutions et politiques économiques dans les autres. Bien que les résultats de l'année dernière demeurent dans l'ensemble satisfaisants, la persistance d'un mauvais dosage des politiques budgétaire et monétaire aux Etats-Unis est source de préoccupations pour l'avenir, surtout si elle s'accompagne d'un affaiblissement du dollar.

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

En concordance avec les objectifs à moyen terme de la politique monétaire, les normes et rythmes de croissance des agrégats monétaires représentatifs ont marqué une nouvelle décélération en 1984. Aux Etats-Unis, la progression de  $M_1$  — que la Réserve fédérale, après une phase d'instabilité, a de nouveau pu considérer comme un indicateur fiable — a suivi un cours irrégulier pendant la période de développement de la reprise, mais, sur l'ensemble de l'année, elle s'est largement tenue à l'intérieur de la fourchette-objectif. En revanche, la croissance de  $M_3$  et celle de l'agrégat représentatif de la dette au sens large se sont accélérées. Dans les autres pays publiant des normes d'expansion monétaire, la croissance des agrégats élargis a, en général, été modérée ou a diminué, conformément aux intentions des autorités, et les agrégats au sens étroit ont progressé à des rythmes plus faibles encore. Au Royaume-Uni, tous les principaux agrégats, à l'exception de la base monétaire au sens large, ont enregistré une expansion assez rapide, mais les modifications du système financier intervenues simultanément ont rendu difficile l'interprétation de leur évolution.

Aux *Etats-Unis*, l'accroissement des agrégats monétaires —  $M_1$  en particulier — avait été extrêmement rapide en 1982 et au début de 1983, dans un contexte de décélération de l'inflation, de perturbations sur les marchés des capitaux et de modifications de caractère réglementaire. Mais leur croissance s'était ensuite

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



\* MBC: monnaie de banque centrale.  $LSP_2$ : liquidité du secteur privé.  $M_0$ : base monétaire au sens large. R: avoirs des résidents exclusivement; échelles semi-logarithmiques. Pour la France, moyennes mobiles centrées sur trois mois.

modérée, pour s'établir finalement à l'intérieur des fourchettes de progression redéfinies pour 1983. Convaincu que les effets de ces distorsions s'étaient estompés mais qu'il ne convenait pas de les corriger, le Système de Réserve fédérale a fixé des objectifs impliquant un nouveau ralentissement de la croissance de  $M_1$  et de  $M_2$  en 1984, objectifs que les autorités ont confirmés en juillet.

Dans le cadre de la nouvelle approche adoptée depuis le milieu de 1982, qui laisse une plus grande place à l'appréciation, les agrégats monétaires ont été à même de réagir plus facilement à court terme aux évolutions observées dans les domaines économique et financier. Jusqu'au milieu de l'année 1984, ils ont enregistré une vive expansion, qui s'est cependant ralentie à partir de juillet sous l'effet d'une politique de restriction de l'offre de liquidités aux banques et d'un ralentissement de la distribution de crédits bancaires. Puis, à l'automne, devant l'évidence d'un essoufflement de l'activité économique, les autorités monétaires se sont faites plus libérales dans l'approvisionnement des banques en ressources. Pour soutenir le mouvement de détente des taux sur les marchés de l'argent à court terme, la banque centrale américaine, qui avait porté le taux d'escompte de 8,5% à 9% en avril, l'a ramené à 8% en deux phases successives, en novembre et décembre.

Vers le début de 1985, l'accélération de la croissance des agrégats monétaires, la hausse des taux d'intérêt à court terme et diverses indications fournies par l'économie ont montré que la situation s'était de nouveau modifiée. En février, le Président du Système de Réserve fédérale a déclaré devant le Congrès que la stratégie suivie en matière de réserves bancaires était empreinte d'une plus grande circonspection. A la fin de 1984, la progression sur quatre trimestres de  $M_1$  et de  $M_2$  se situait aux alentours du milieu de leur fourchette de croissance respective, en raison de la contraction sensible des avoirs détenus sur les comptes chèques rémunérés, qui avaient connu un développement phénoménal en 1983. Par contre, les taux d'expansion de  $M_3$  et des agrégats représentatifs de la dette au sens large dépassaient les limites supérieures de leur fourchette-objectif. Pour 1985, les plafonds des fourchettes de croissance appliquées à  $M_1$  et  $M_2$  ont été abaissés. En revanche, les limites supérieures assignées à la progression de  $M_3$  et des agrégats représentatifs de la dette au sens large ont été relevées, mais ces nouvelles limites impliquent une modération des rythmes d'expansion par rapport à l'évolution effective enregistrée en 1984.

En *Allemagne*, le rythme d'expansion soutenu de la quantité de monnaie de banque centrale en 1983 traduisait les perturbations survenues en début d'année. En 1984, bien que le ralentissement temporaire du rythme de la reprise de l'économie durant les premiers mois de l'année ait laissé quelques traces, la croissance de la quantité de monnaie de banque centrale a, en conformité avec la trajectoire définie au milieu de l'année 1983, suivi une évolution fondamentalement régulière. La fourchette de progression fixée pour 1985 est plus basse que pour 1984, mais elle doit permettre à cet agrégat de croître régulièrement à un taux de 4% durant l'année. Ce taux a été choisi en fonction de deux critères: d'une part, être compatible avec un taux de croissance prévu du potentiel de production légèrement supérieur à 2% en termes réels d'une année

Agrégats de la monnaie et du crédit: objectifs et rythme de croissance

Pays	Agrégat monétaire ou du crédit <sup>1</sup>	Objectif <sup>2</sup> pour			Croissance monétaire ou du crédit					
		1983 <sup>3</sup>	1984 <sup>3</sup>	1985 <sup>3</sup>	Année d'échéance <sup>4</sup>		Variation sur quatre trimestres, sur la base de moyennes trimestrielles premier trimestre			
					1983	1984	1983	1984	1985	
en % <sup>5</sup>										
Etats-Unis . . . . .	M <sub>1</sub>	5-9	4-8	4-7	8,5	5,2	9,4	9,0	6,3	
	M <sub>2</sub>	7-10	6-9	6-9	8,5	7,7	12,1	8,7	9,0	
	M <sub>3</sub>	6½-9½	6-9	6-9½	10,0	10,5	10,2	9,5	10,8	
	EITANF	8½-11½	8-11	9-12	10,8	13,4	9,3	11,8	13,4 <sup>6</sup>	
Japon . . . . .	M <sub>2</sub> +CD	7	8	8	6,8	7,9	6,7	7,8	7,9	
Allemagne fédérale . . . . .	QMBC	4-7	4-6	3-5	7,0	4,6	7,1	5,5	4,9	
France . . . . .	M <sub>2</sub> R	9	5½-6½	4-6	9,9	7,0 <sup>7</sup>	10,5	8,9	7,1 <sup>6</sup>	
Royaume-Uni . . . . .	M0	-	4-8	3-7	-	5,7	3,9	5,8	5,4	
	M <sub>1</sub>	7-11	-	-	14,1	-	12,1	11,9	14,4	
	EM <sub>3</sub>	7-11	6-10	5-9	10,0	11,9	9,5	10,3	9,9	
	LSP <sub>2</sub>	7-11	-	-	12,6	-	9,5	12,2	15,1	
Italie . . . . .	CIT	18	17,4	16,2	20,6	20,0	20,3	21,3	20,2 <sup>6</sup>	
	M <sub>2</sub>	-	-	10	-	-	16,7	12,9	11,8 <sup>6</sup>	
Suisse . . . . .	MCA	3	3	3	3,6	2,5	7,6	1,1	2,4	

<sup>1</sup> EITANF = endettement intérieur total des agents non financiers; QMBC = quantité de monnaie de banque centrale; M<sub>2</sub>R = M<sub>2</sub> détenue par les résidents; M0 = base monétaire au sens large; LSP<sub>2</sub> = liquidité du secteur privé; CIT = crédit intérieur total; MCA = monnaie centrale ajustée. <sup>2</sup> Pour le Japon, projection uniquement. <sup>3</sup> Périodes comprises entre le dernier trimestre d'une année et le dernier trimestre de l'année suivante pour les Etats-Unis (sauf pour M<sub>1</sub> et M<sub>2</sub> en 1983), le Japon (1983-84) et l'Allemagne, et de décembre à décembre pour l'Italie. Périodes établies sur la base des moyennes de novembre-janvier pour la France et des moyennes de février-avril de l'année suivante pour le Royaume-Uni. Moyennes annuelles pour la Suisse. En ce qui concerne les Etats-Unis, les objectifs indiqués pour M<sub>1</sub> et M<sub>2</sub> en 1983 sont ceux qui ont été établis en juillet 1983 pour des périodes allant de février-mars (M<sub>2</sub>) et du deuxième trimestre (M<sub>1</sub>) au quatrième trimestre. En février 1984, la définition de M<sub>3</sub> a été modifiée de façon à y inclure les dépôts à terme en euro-dollars détenus par les résidents américains. Pour le Japon, on indique pour 1985 la projection d'un deuxième trimestre à l'autre. Pour la France, en 1983, l'objectif concernait M<sub>2</sub>, qui comprenait les avoirs relevant de M<sub>2</sub> détenus par les non-résidents. Pour le Royaume-Uni, la définition de M<sub>1</sub> sterling pour 1984-85 a été modifiée afin d'exclure les dépôts du secteur public. <sup>4</sup> Calculée sur la même base que l'objectif. <sup>5</sup> En rythmes annuels. <sup>6</sup> Quatrième trimestre 1984. <sup>7</sup> Chiffres provisoires.

sur l'autre et, d'autre part, contribuer à la poursuite du ralentissement de la hausse des prix intervenu en 1984. La mise en œuvre des instruments de la politique monétaire n'a subi cette année que des modifications minimales; les relèvements de 4% à 4,5% du taux d'escompte de la Bundesbank, en juin 1984, et de 5,5% à 6% du taux des avances sur titres aux banques, en janvier 1985, étaient uniquement destinés à permettre de réaménager les modalités d'approvisionnement des banques en monnaie de banque centrale par la Bundesbank.

Au Japon également, la mise en œuvre des moyens d'action de la politique des taux d'intérêt est demeurée fondamentalement la même l'année dernière. Le rythme d'expansion de M<sub>2</sub> + CD est resté remarquablement stable et ce, conformément aux prévisions officielles, en dépit de l'introduction d'un certain nombre de nouveaux instruments financiers non monétaires. Le taux de croissance monétaire prévu tient compte du ralentissement tendanciel de la vitesse de circulation de la monnaie; il est, dans l'ensemble, compatible avec les

possibilités de croissance de l'économie et avec une hausse minimale du niveau général des prix.

En *France* et au *Royaume-Uni*, l'abaissement progressif sur une longue période des normes d'augmentation de la masse monétaire traduit clairement les intentions des autorités. Cependant, en raison de changements de nature structurelle, l'évolution récente des agrégats monétaires s'est révélée difficile à interpréter.

En *France*, les objectifs fixés pour  $M_2R$  en 1984 et 1985 ont tenu compte en partie du développement des placements du public dans les fonds communs et les sociétés d'investissement à capital variable, qui ne sont pas compris dans cet agrégat. L'accélération du rythme d'expansion de  $M_2R$  à la fin de 1984 a été essentiellement imputable à l'évolution défavorable qui a temporairement affecté le marché financier. Par ailleurs, en supprimant les «économies reportables» que les banques avaient accumulées sous l'ancien système d'encadrement du crédit, le nouveau dispositif de régulation rendu public à la fin de 1984 (cf. page 82) devrait permettre de limiter le volume des concours bancaires en cas de reprise de la demande de crédit.

Au *Royaume-Uni*, tant l'assignation d'objectifs aux différents agrégats que la mise en œuvre de la politique monétaire ont posé des problèmes l'an dernier. Dans une certaine mesure, compte tenu de l'accentuation de la concurrence entre banques et sociétés de crédit hypothécaire pour la collecte de dépôts des particuliers, les autorités monétaires pouvaient prévoir les taux de croissance très élevés des agrégats constatés en 1984. Cela a été vrai non seulement pour  $M_1$ , dont la progression a porté d'une façon disproportionnée sur les nouveaux types de comptes rémunérés, mais également pour  $M_2$  (encaisses de transaction et dépôts de la petite clientèle) et  $LSP_2$  (mesure la plus large de la liquidité du secteur privé). Pour 1984, seuls  $MO$  et  $M_3$  sterling ont été dotés d'une fourchette-objectif. La croissance de  $M_3$  sterling a été affectée par l'évolution irrégulière des besoins de financement du secteur public et les perturbations liées à la vente de British Telecom; elle a aussi témoigné de la vive progression des crédits bancaires au secteur privé. Pendant l'année, la croissance de cet agrégat est demeurée à proximité de la limite supérieure de la fourchette-objectif, puis est sortie de cette fourchette à deux moments cruciaux lorsque la livre s'est trouvée soumise, pour d'autres raisons, à des pressions à la baisse sur le marché des changes. À chaque fois, la Banque d'Angleterre a eu recours à des procédures exceptionnelles: en juin 1984, elle a publié un communiqué indiquant que la politique monétaire suivait la trajectoire assignée et, en janvier 1985, pour la première fois depuis 1981, elle a rétabli, pour un jour, son taux minimum de prêt. De fortes hausses des taux d'intérêt à court terme étaient devenues inévitables, et les taux de base bancaires, qui s'établissaient à 8,5% en avril 1984, ont atteint 14% à la fin de janvier 1985. La progression de  $MO$  (essentiellement billets et monnaies en circulation) est demeurée à l'intérieur de la fourchette qui lui avait été assignée, mais il est difficile de savoir quelle importance accorder à l'évolution de cet agrégat considéré isolément. Conformément à la stratégie à moyen terme du gouvernement, le Chancelier de l'Echiquier a annoncé, en

mars 1985, à l'occasion de la présentation du budget, un abaissement des fourchettes-objectifs pour  $M_0$  et  $M_3$  sterling.

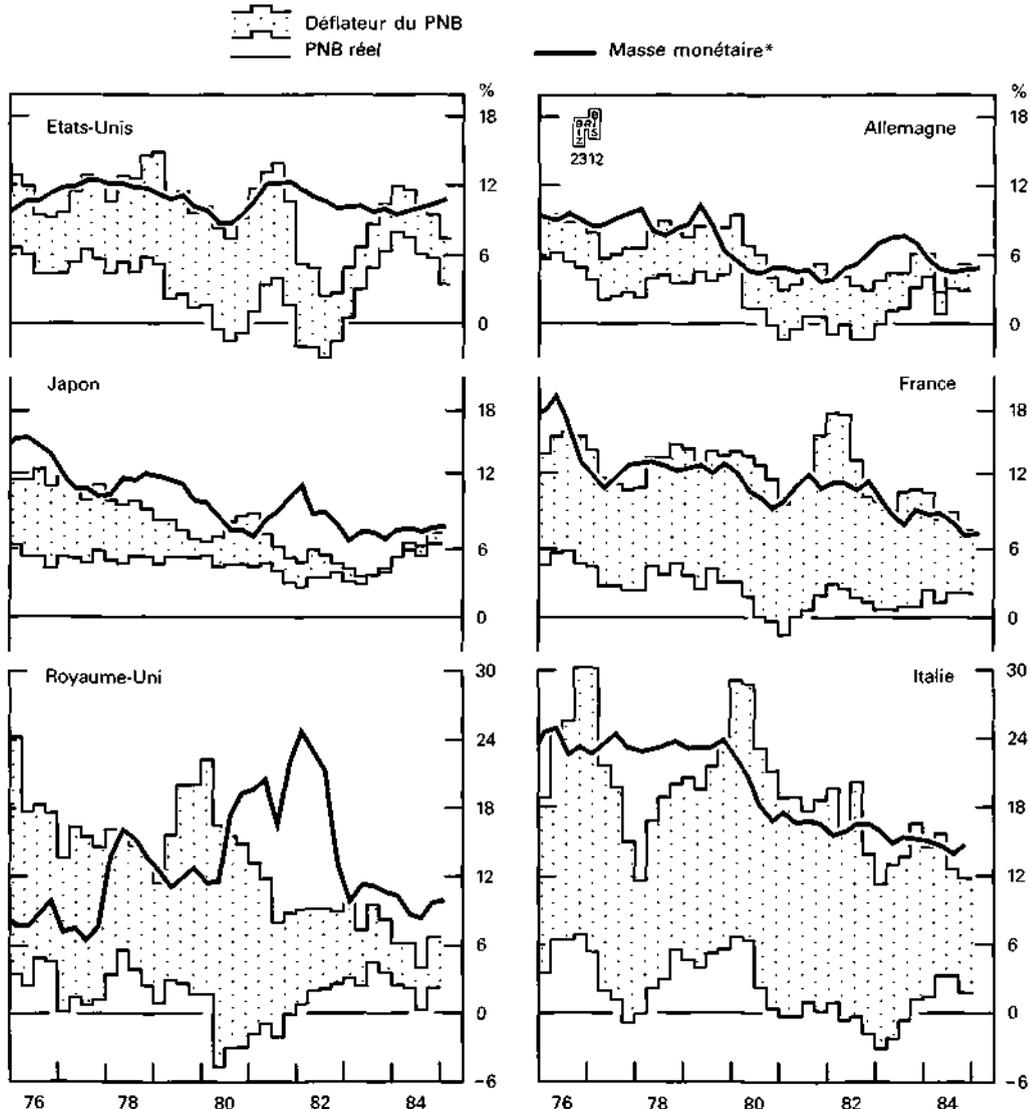
En *Italie*, le crédit au secteur public a continué de se développer à un rythme rapide l'année dernière. La croissance des crédits bancaires au secteur privé s'est sensiblement accélérée, sous l'effet de la reprise économique et de la suppression, en décembre 1983, du système des plafonds de crédit, en vigueur depuis l'abolition, au milieu de l'année 1983, du mécanisme d'encadrement global, qui avait duré dix ans. Comme les taux d'intérêt nominaux étaient plus faibles dans la plupart des autres pays qu'en Italie, et compte tenu des perspectives favorables de stabilité des taux de change au sein du Système monétaire européen, les crédits en devises, refinancés à l'étranger par les banques, ont connu un développement exceptionnel; les autorités ont donc plafonné, en juillet, la position débitrice extérieure nette des banques. Lors du réexamen de la situation en septembre, il a été décidé d'essayer de limiter à 14% l'accroissement des crédits au secteur privé en 1984, qui risquait d'atteindre 16,5%, alors que l'objectif initial était de 12,5%. Parallèlement, le taux d'escompte officiel, qui était revenu de 17% à 15,5% entre février et mai 1984, a été porté à 16,5%. La progression du crédit total s'en est trouvée ralentie et, pour l'ensemble de l'année 1984, elle a été globalement compatible avec l'objectif révisé. Cependant, les entrées de capitaux se sont poursuivies et  $M_2$  a accusé une hausse de 12%. En janvier 1985, le taux d'escompte a été ramené à 15,5%, à la suite d'un nouveau fléchissement de l'inflation.

En *Suisse*, la base monétaire ajustée a enregistré en 1984 une progression inférieure à l'objectif. Le raffermissement des taux à court terme a été jugé propre à empêcher un accroissement trop rapide de la demande globale. L'objectif à long terme des autorités monétaires est de limiter à 2-2,5% le rythme d'augmentation annuelle de la monnaie de banque centrale.

Au *Canada*, où l'on a renoncé depuis 1982 à la publication de normes de croissance monétaire, les transferts entre les différents types de dépôts continuent à rendre impossible la fixation d'objectifs aux agrégats monétaires étroits. Par ailleurs, la maîtrise de l'expansion des agrégats élargis demeure aléatoire. Pour l'instant, la politique monétaire reste, dans une large mesure, axée sur le taux de change et les taux d'intérêt, mais la Banque du Canada continue de suivre l'évolution des agrégats monétaires, à côté de celle d'autres indicateurs financiers et économiques.

*Interprétation de l'évolution des agrégats monétaires.* Les stratégies d'agrégats monétaires appliquées ces dernières années sont, à des degrés divers, orientées vers le moyen terme; aussi, l'évolution intervenue dans le domaine monétaire doit être essentiellement interprétée à la lumière de politiques visant à établir et à préserver la stabilité des prix en tant que fondement d'une croissance économique durable. A la limite, on peut considérer que, pour être crédibles, ces stratégies doivent avoir pour but d'éliminer l'inflation. En pratique, les objectifs annuels sont, évidemment, liés à une certaine évaluation des possibilités de croissance non inflationniste de la production et ils tiennent normalement compte d'une

Agrégats monétaires et PNB en termes nominaux et réels  
Variations en % sur quatre trimestres



\* Sur la base de moyennes trimestrielles ( $M_3$  pour les Etats-Unis et l'Italie; quantité de monnaie de banque centrale pour l'Allemagne;  $M_2 + CD$  pour le Japon;  $M_2R$  pour la France;  $M_2$  sterling pour le Royaume-Uni).

hausse du niveau général des prix. En effet, même dans un environnement non inflationniste, les indices de prix peuvent augmenter, en cas, par exemple, de modification des prix relatifs ou de relèvement des prix contrôlés par les pouvoirs publics.

Comme le montre le graphique, au cours des deux dernières années, les rythmes d'accroissement des agrégats monétaires clés sont restés modérés ou ont marqué un recul, alors que les taux d'inflation ont baissé de façon substantielle.

En d'autres termes, on a pu, dans l'ensemble, éviter une accélération de la croissance de la masse monétaire nominale, qui avait caractérisé les précédentes reprises, mais, corrigés de l'inflation, les taux d'expansion des agrégats monétaires ont augmenté. Pour l'ensemble des pays figurant sur le graphique, ils sont nettement positifs depuis quelque temps. Ainsi, d'un point de vue plus général, l'évolution de la masse monétaire semble refléter une orientation de la politique monétaire favorable à la reprise, quels que soient les mécanismes de transmission impliqués.

Si l'on considère les objectifs de la politique monétaire, il convient de prendre en compte d'autres facteurs qui ont modifié à court terme le lien entre masse monétaire et PNB nominal. Le ralentissement assez général de la vitesse-revenu des agrégats monétaires, larges ou étroits, en 1982-83 a été influencé par un ou plusieurs, selon le pays considéré, des facteurs suivants: gonflement de la demande d'encaisses de précaution en période de récession et de celle d'instruments de transaction peu rémunérés en période de recul de l'inflation et des taux d'intérêt; innovations financières; perturbations d'une autre nature. Toutefois, même si la politique monétaire s'est contentée de satisfaire la demande de liquidités en fonction de la progression du PNB, elle a rendu possible la reprise économique.

Par la suite, une relation plus normale semble s'être rétablie entre l'évolution de la masse monétaire et celle du PNB nominal. On constate rétrospectivement que, aux États-Unis, la décision du Système de Réserve fédérale de ne pas chercher à inverser la croissance inhabituelle de la masse monétaire (et le ralentissement parallèle de la vitesse de circulation) qui s'était produite précédemment n'a pas, à l'évidence, ravivé l'inflation. Dans le courant de 1984, les autorités monétaires ont de nouveau assoupli leur politique, lorsque l'essoufflement de la reprise est devenu manifeste, attitude qui, dans une certaine mesure, a relevé de leur appréciation. En Allemagne, où les développements financiers et économiques ont été plus stables, les objectifs d'expansion monétaire ont été systématiquement reliés, sur une longue période, à l'évolution du potentiel de production du pays. Ces dernières années, la croissance de la quantité de monnaie de banque centrale a suivi, en général, les résultats de la production et, en se référant à l'expérience passée, on pouvait escompter que l'accélération de la vitesse de circulation de la monnaie contribue à financer la reprise économique. Au Japon, la mobilisation des encaisses oisives a également aidé à concilier stabilité de l'évolution monétaire et vigueur de l'économie.

Lorsqu'on cherche à interpréter l'évolution de la vitesse de circulation monétaire, il faut également tenir compte des transformations du système financier. L'an passé, en France, elles ont permis de réorienter les capitaux vers les instruments du marché et de ralentir ainsi la croissance de  $M_2R$ , encore que la demande de crédit ait fait, elle aussi, preuve de faiblesse. Aux États-Unis, la recrudescence des émissions de certificats de dépôt de montant élevé, alors que les banques se livraient à une concurrence active pour la collecte des capitaux nécessaires au financement d'un important développement des crédits, a exercé une incidence non négligeable sur le comportement de  $M_3$ .

*Interprétation de l'évolution du crédit.* Aux Etats-Unis, l'agrégat représentatif de la dette au sens large a marqué, l'année dernière, une progression bien supérieure à celle de l'ensemble des instruments de mesure de la masse monétaire. Le Système de Réserve fédérale publie une fourchette «indicative» pour cet agrégat, et il est permis de s'interroger sur les indications que son évolution fournit sur l'orientation de la politique monétaire. Bien qu'elle ne soit ni le principal instrument ni l'objectif intermédiaire de la politique monétaire, l'expansion du crédit peut refléter étroitement l'évolution intervenue sur les plans économique et financier, notamment en période de difficultés de balance des paiements ou d'apparition d'innovations financières.

L'endettement total des secteurs internes non financiers contracté sur le marché du crédit recouvre la majeure partie des capitaux empruntés par les ménages, les entreprises et les organismes publics résidents sur les marchés du crédit des Etats-Unis; il comprend les titres de dette placés directement auprès des investisseurs non financiers ainsi que les ressources prêtées par les banques et les autres intermédiaires financiers. Par contre, cet agrégat n'englobe ni le financement par émission d'actions ni certains éléments comme les crédits commerciaux. Pendant longtemps, le rapport agrégat de la dette au sens large/ PNB nominal est resté relativement stable, mais, comme dans le cas des agrégats monétaires, cette relation s'est sensiblement modifiée à la fin de 1982 et au début de 1983. Cependant, alors que la vitesse de circulation des agrégats monétaires évolue plus normalement depuis lors, la vitesse-revenu de l'agrégat représentatif de la dette dans sa définition large a de nouveau brutalement diminué l'année dernière.

Le gonflement de ce dernier agrégat entre le dernier trimestre de 1983 et le dernier trimestre de 1984 a été dû pour une grande part à l'augmentation de 17% des emprunts du gouvernement fédéral – en majeure partie sous des formes non cessibles. Ce phénomène a correspondu à un accroissement sans précédent des besoins structurels de financement de l'Etat à un stade avancé de la reprise économique. L'expansion globale des autres composantes de l'agrégat (qui s'est établie à près de 13%) a été beaucoup plus conforme aux résultats observés lors des reprises précédentes. Les prêts aux particuliers et les crédits à court terme aux entreprises se sont fortement accrus, la progression pour ces derniers ayant été due principalement à un vif développement des émissions de billets à ordre. La croissance du crédit bancaire a été gonflée, au début de 1984, par un volume inhabituel d'opérations de prises de contrôle de sociétés et de reprises, financées par le crédit, d'entreprises en difficulté, pour retomber par la suite: les prêts et opérations de placement des banques n'ont, en effet, augmenté au total que de 11,5% environ sur l'ensemble de l'année.

L'ampleur du déficit des finances publiques aurait pu agir dans le sens d'une modération de la demande de crédit du secteur privé si celui, important, des opérations courantes n'avait servi de régulateur. La progression de \$715 milliards, l'année dernière, de l'agrégat représentatif de la dette au sens large est intervenue dans le contexte d'un solde négatif de plus de \$100 milliards des paiements courants. Elle inclut un montant d'environ \$70 milliards de capitaux en provenance de l'étranger, en même temps que la formation

interne d'actifs comme sources de financement directes et indirectes des marchés du crédit. La différence correspond en gros à l'écart statistique de la balance des paiements, bien que d'importantes entrées et sorties recensées au titre de prises de participations et autres investissements directs soient exclues des agrégats retraçant les opérations sur le marché du crédit. Parmi les différentes utilisations recensées de ces capitaux étrangers, les apports au système bancaire ont représenté plus de \$20 milliards, dont une faible part a été comptabilisée dans la variation des agrégats de la monnaie et du crédit bancaire aux Etats-Unis; le reste — qui recouvre essentiellement des modifications des positions interbancaires — a pu servir à la distribution de crédits, tout en contribuant à modérer la croissance des ressources monétaires intérieures du système bancaire. Ce facteur a été pris en considération par les autorités monétaires fédérales pour analyser l'évolution des agrégats.

En résumé, on peut donc dire que l'expansion vigoureuse du crédit total constatée l'année dernière aux Etats-Unis s'explique principalement par l'existence dans l'économie américaine de deux déséquilibres étroitement liés — le déficit budgétaire et celui de la balance des paiements. La politique monétaire ne pouvait permettre, à elle seule, de corriger ces déséquilibres. L'évolution du crédit tend, néanmoins, à confirmer la théorie selon laquelle la politique monétaire a favorisé la reprise économique, tant aux Etats-Unis qu'à l'étranger.

Dans les autres pays, les agrégats du crédit *dans leur définition large* jouent un rôle plus limité en tant que repères pour la politique monétaire. En Italie, où le plafonnement de l'expansion du crédit total reflète la préoccupation des autorités vis-à-vis de la contrainte de la balance des paiements courants, on affecte des normes différenciées à la croissance des crédits au secteur public et au secteur privé; cette distinction traduit le fait que la réalisation des objectifs dépend autant de mesures budgétaires que de l'action monétaire. La plupart des autres pays continuent de suivre de près l'évolution du crédit bancaire, les objectifs assignés à l'évolution du crédit et aux mouvements de capitaux avec l'étranger étant, à des degrés divers, explicitement pris en compte dans la formulation des normes de croissance des agrégats monétaires. Au Royaume-Uni, l'évolution désordonnée des prêts bancaires au secteur privé et du financement des besoins d'emprunt du secteur public a été, en partie, à l'origine des difficultés rencontrées l'année dernière pour maintenir  $M_3$  sterling sur sa trajectoire. En Allemagne et au Japon, les marchés du crédit bancaire ont connu une évolution moins heurtée: sur l'ensemble de 1984, le taux d'accroissement du crédit bancaire total aux secteurs privé et public est resté modéré et très proche du taux de croissance des agrégats monétaires élargis. La même constatation vaut pour l'évolution du crédit intérieur net en France, c'est-à-dire le crédit financé sur les ressources monétaires.

### **Evolution des stratégies fondées sur la fixation d'objectifs et des procédures de régulation monétaire**

C'est aux Etats-Unis, au début de la décennie soixante-dix, que des objectifs de croissance — non publiés — des agrégats monétaires ont servi pour la

première fois de repères aux autorités pour la formulation de leur politique, et, depuis maintenant plus de dix ans, l'Allemagne, la Suisse et les Etats-Unis publient des normes d'évolution monétaire. Le Royaume-Uni, la France et le Japon ont très rapidement suivi cet exemple. Au fil des années, et notamment depuis 1979, les objectifs fondamentaux de cette stratégie axée sur la surveillance des agrégats semblent avoir convergé. Les procédures ont été modifiées — plus ou moins selon les pays — pour tenir compte des enseignements antérieurs, des transformations de l'environnement financier et des propositions visant à faciliter la réalisation des objectifs. On peut observer certaines tendances communes à tous les pays, mais les techniques utilisées, et les problèmes qu'elles soulèvent, diffèrent encore beaucoup d'un pays à l'autre.

Les autorités monétaires ont eu généralement tendance à s'en remettre de plus en plus aux mécanismes du marché pour la régulation monétaire et les divers processus de transmission; cependant, cette évolution ne s'est pas amorcée au même moment et n'a pas suivi le même rythme dans tous les pays. Dans quelques cas, les instruments de réglage ont dû être adaptés par suite de la suppression générale des dispositions réglementant les taux d'intérêt, le crédit et les changes, conformément aux engagements de déréglementation. Plus nombreux sont les pays où des mesures limitées ont été prises pour élargir l'accès aux marchés de l'argent et conférer une plus grande souplesse à l'ajustement des taux d'intérêt à court terme.

*Définition des objectifs.* L'an dernier, les changements intervenus dans le secteur financier (cf. Chapitre III) se sont traduits aux Etats-Unis et au Royaume-Uni par une nouvelle modification de l'importance relative attribuée à certains agrégats en tant que repères pour la politique des autorités. D'autres pays continuent de privilégier fondamentalement, depuis de nombreuses années, les mêmes agrégats. Cela ne tient pas à l'absence de progrès technologique ou d'innovation dans les techniques de contrôle monétaire utilisées dans ces pays, mais plutôt au fait que les transformations de la réglementation et du comportement des banques s'y sont opérées de manière ordonnée. L'utilité de certains agrégats comme objectifs ou indicateurs ne dépend pas uniquement de la prévisibilité de leurs relations avec la production, la hausse des prix et les taux d'intérêt. Aux Etats-Unis, le Système de Réserve fédérale tend à privilégier, en général, un agrégat mesurant les encaisses de transaction sur lequel les autorités peuvent agir assez facilement par le maniement des taux d'intérêt. A partir des faits observés dans le passé dans ce pays et au Canada, où il y a quelques années les autorités ont dû renoncer à assigner un objectif à l'agrégat monétaire le plus étroit en raison de l'incidence des innovations financières, on peut tirer la conclusion suivante: lorsque la demande de l'agrégat retenu comme objectif montre une grande élasticité aux taux d'intérêt, le loyer de l'argent risque de ne pas pouvoir être relevé dans des proportions suffisantes ou assez rapidement pour maîtriser la demande globale à l'effet de s'opposer efficacement à l'inflation. Par ailleurs, dans certains contextes institutionnels, il s'est révélé de plus en plus difficile de faire la distinction entre encaisses de transaction et encaisses de thésaurisation.

La plupart des pays attachent de l'importance à l'évolution des agrégats élargis qui peuvent permettre de s'assurer que l'évolution des variables connexes – crédit bancaire au secteur privé, financement monétaire de l'Etat et mouvements de capitaux avec l'étranger – ne s'écarte pas de la trajectoire prévue. Dans la majorité des cas, le crédit bancaire reste une composante importante, quoique instable, du crédit total au secteur privé. Par ailleurs, le financement monétaire de l'Etat fait très souvent l'objet de dispositions institutionnelles appelant un contrôle strict de sa progression. De surcroît, dans un environnement caractérisé par un flottement contrôlé des taux de change, les mouvements de capitaux avec l'étranger revêtent également de l'importance. Bien qu'à l'heure actuelle très peu de pays cherchent à influencer directement le crédit bancaire, il convient de ne pas négliger l'évolution de cet agrégat, même quand la régulation monétaire s'effectue principalement par le biais des taux d'intérêt.

Avec les années, les procédures de fixation des objectifs de croissance ont subi de légères modifications – en ce qui concerne l'utilisation des objectifs uniques, des zones-cibles ou des moyennes annuelles, la fixation des périodes d'échéance de l'objectif, etc. Aux Etats-Unis, par exemple, les objectifs pour 1985 ont d'abord fait l'objet d'une représentation graphique sous forme de «bandes» et de «cônes» de progression. Bien entendu, des problèmes de ce genre peuvent être considérés comme secondaires, à condition toutefois de ne pas attacher trop d'importance à l'évolution à très court terme de la masse monétaire. Tous les pays établissent leurs normes de croissance monétaire en fonction des résultats effectifs de la précédente période d'échéance et, de fait, incorporent dans leur base de référence les dernières informations disponibles. Lorsque cette procédure entraîne une dérive du seuil de référence – comme cela a été le cas aux Etats-Unis pour les objectifs assignés en 1985 à  $M_3$  et à l'agrégat représentatif de la dette au sens large – l'explication du phénomène est aisée. On accorde une importance plus ou moins grande à la tendance à long terme par rapport à l'évolution conjoncturelle pour la formulation des normes de croissance et l'interprétation, par les autorités et le public, des évolutions monétaires en cours. Cette différence d'approche est peut-être révélatrice de contrastes plus significatifs dans les procédures utilisées par les grands pays.

La plupart des pays industrialisés ont renoncé aux *systèmes de contrôle direct du crédit*; en outre, les dispositifs en place au Japon et en France ont récemment subi de profondes modifications.

En France, l'ancien système assez rigide d'encadrement du crédit fixait à chaque établissement un plafond mensuel de distribution du crédit; ce système, qui comportait un ensemble complexe de régimes particuliers applicables à certaines catégories de crédits, a été utilisé pendant plus de dix ans. Il a été remplacé en janvier 1985 par un dispositif laissant aux banques davantage d'initiative dans la gestion de leur bilan et leur conférant des possibilités accrues de concurrence. Dans le nouveau système, les autorités surveilleront étroitement l'évolution du crédit distribué par l'ensemble du système bancaire dans la mesure où il est financé sur ressources monétaires. Chaque établissement pourra élargir sa part de marché, soit en accroissant ses fonds propres et en émettant des emprunts obligataires, soit en acceptant de constituer, auprès de la Banque

de France, suivant le volume de ses prêts, des réserves obligatoires non rémunérées. Les coefficients des réserves obligatoires augmentent à un taux fortement progressif en fonction des encours de crédit. Des dérogations peuvent cependant être accordées, en fonction des perspectives d'évolution monétaire. Les divers régimes spécifiques appliqués à certaines catégories de crédits, qui avaient fini par paralyser l'ancien système, ont été supprimés. Toutefois, durant la période initiale de fonctionnement du nouveau dispositif, l'augmentation des crédits privilégiés ne sera considérée comme progression effective du crédit qu'à hauteur de 70%. Par ailleurs, pour renforcer le lien entre la distribution des crédits et les variations du coût de refinancement des établissements bancaires, la comptabilisation des réserves obligatoires sera désormais instantanée.

Au Japon, l'ancien système rigide d'«instructions sur l'accroissement des concours» a évolué au cours des deux dernières années. Le dispositif actuel est l'expression du point de vue des autorités monétaires sur les perspectives d'évolution à court terme du crédit. Comme, sur une plus longue période, la liquidité des entreprises tend à s'accroître et que la part des banques dans l'intermédiation financière diminue, une importance de moins en moins grande a été accordée au système d'encadrement pour l'exercice de la régulation monétaire. Par suite du développement de marchés de l'argent accessibles au secteur non bancaire, le mécanisme de transmission de la politique monétaire peut désormais s'appuyer dans une certaine mesure sur les modifications du niveau de l'intermédiation financière induites par les variations des taux du marché monétaire par rapport aux taux d'intérêt créditeurs moins souples. A plus long terme, avec le processus de déréglementation des taux créditeurs et l'agrément de nouveaux instruments, l'efficacité de la politique monétaire devrait dépendre davantage de l'élasticité de la dépense aux taux d'intérêt.

Les changements annoncés l'an dernier, qui sont en partie liés à l'ouverture des marchés de capitaux sur l'extérieur, ont été principalement un nouvel assouplissement de l'activité d'émission de certificats de dépôt, l'autorisation d'émettre des certificats du marché monétaire, la suppression de la limitation des swaps en devises contre yens par les banques spécialisées et la libéralisation des opérations à terme en devises, ce qui a accru la marge de manœuvre des banques et des institutions non bancaires dans la gestion de leurs actifs et passifs. En conséquence, les parités internationales de taux d'intérêt impliquant le yen ont subi beaucoup moins de distorsions. Le processus de déréglementation a été progressif et n'a pas compromis l'efficacité de  $M_2 + CD$  en tant que repère de la politique monétaire. La poursuite de la libéralisation des taux d'intérêt créditeurs requiert la coopération du secteur des caisses d'épargne postales et un accord qui permette d'atténuer les problèmes d'adaptation des petites banques.

Dans de nombreux pays, la *gestion de la dette publique* est considérée comme un instrument de politique monétaire. En règle générale, le secteur bancaire n'acquiert pas de fonds d'Etat à long terme mais couvre, par contre, les besoins résiduels de financement de l'Etat par l'achat de bons du Trésor ou par le biais d'autres procédures. A l'heure actuelle, peu de grands pays soumettent les institutions financières à des obligations d'emploi pour atténuer l'incidence des

financements de l'Etat sur la monnaie ou les taux d'intérêt. Dans quelques pays, les valeurs du Trésor continuent d'être favorisées par l'existence de certains avantages fiscaux ou d'une réglementation des taux d'intérêt.

Au *Royaume-Uni*, les ventes nettes de titres de la dette publique à des agents résidents non bancaires au cours de ces dernières années, ont, en moyenne, dépassé les besoins d'emprunt du secteur public, phénomène connu sous le terme de «surfinancement». Les compagnies d'assurances sur la vie et les caisses de retraite ont en particulier acquis un volume très important de fonds d'Etat. Cette évolution s'est faite dans le contexte d'une croissance du crédit bancaire au secteur privé nettement supérieure à la norme officielle de progression des exigibilités bancaires comprises dans  $M_3$  sterling à un moment où les banques n'ont guère développé leurs ressources à long terme. Les tensions provoquées par cette situation sur le marché de l'argent se sont relâchées après que l'institut d'émission ait racheté des effets commerciaux aux banques, dont le portefeuille de bons du Trésor avait fortement diminué. A cette fin, la Banque d'Angleterre a utilisé une partie du produit des dépôts effectués auprès d'elle par le Trésor. Le choix de ce moyen d'action a reflété en partie l'orientation libérale qui a présidé aux modifications apportées en 1981 aux procédures d'intervention officielle sur le marché monétaire. Cependant, des achats d'effets commerciaux assez importants pour influencer la structure des taux du marché monétaire risquaient d'altérer l'évolution du crédit bancaire et de la masse monétaire en favorisant les arbitrages en faveur de ce type d'instruments, sous la forme d'emprunts d'agents non bancaires contre effets commerciaux destinés à financer la constitution de dépôts. On a craint également que la transformation en question effectuée par le gouvernement et la banque centrale réunis n'implique un coût net pour le Trésor au cas où les taux d'intérêt à long terme resteraient en moyenne à un niveau supérieur à celui des taux à court terme. Plus important encore, ce processus aurait pu avoir sur la structure à long terme des taux une incidence susceptible de dissuader les entreprises non financières d'allonger la durée de leurs ressources.

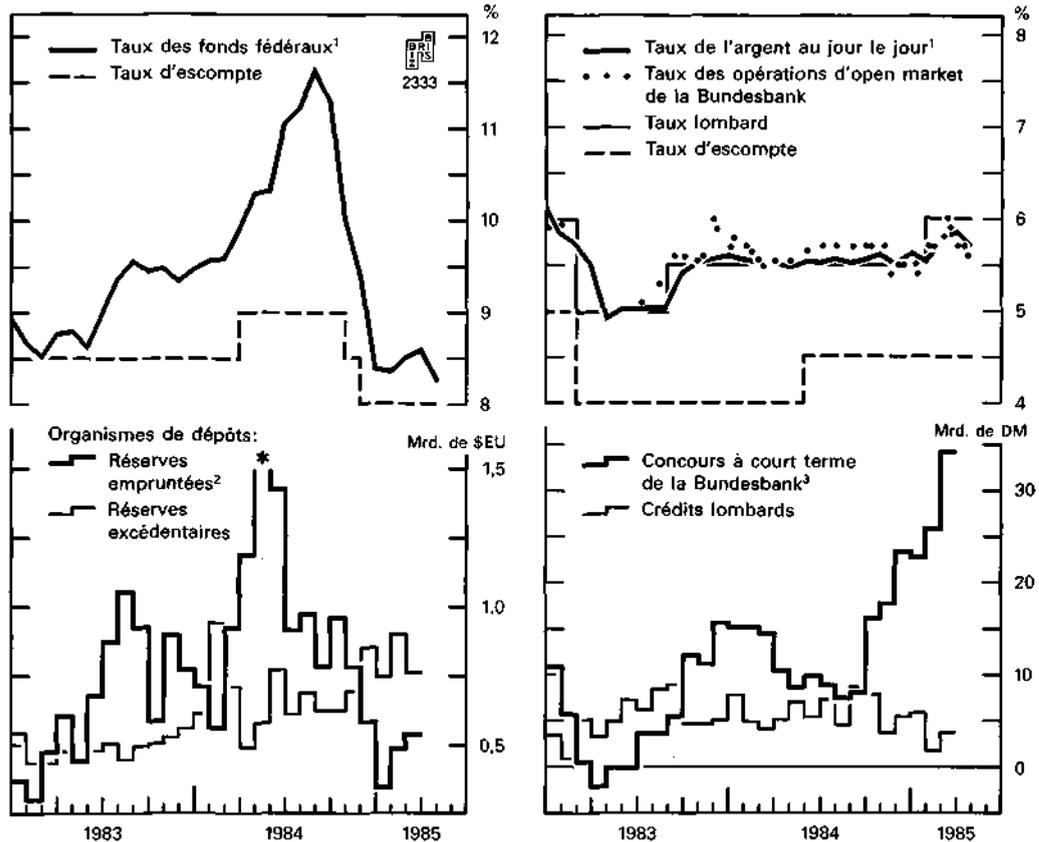
On retrouve de nombreux éléments de cette situation dans d'autres pays. Aux Pays-Bas, un fléchissement du volume net du crédit consenti par le secteur bancaire à l'Etat s'est parfois produit quand on a voulu limiter le recours de l'Etat au financement monétaire. Au Japon et dans de nombreux pays d'Europe continentale, les créances sur le secteur privé constituent depuis longtemps une composante importante des actifs des autorités monétaires. En Allemagne, aux Pays-Bas, en Suisse et au Canada, le gouvernement détient traditionnellement une position créditrice nette auprès de l'institut d'émission: en Allemagne et au Canada, le transfert de ces avoirs au marché peut constituer un instrument de régulation du marché monétaire. Plus important, il est peu de pays où les entreprises non financières ont eu très largement recours ces dernières années aux émissions obligataires, bien que, dans de nombreux cas, ces entreprises disposent d'autres formes de financement que le crédit bancaire à court terme. Au Royaume-Uni, des dispositions ont été prises, dans le cadre du budget de cette année, pour faciliter l'émission par les entreprises d'obligations à échéance de un à cinq ans. Reste à savoir si les récents relèvements des taux à court terme

contribueront également à modifier la structure actuelle des financements secteur public/secteur privé.

Dans certains autres pays, le principal problème posé par la gestion de la dette publique est la difficulté à laquelle on s'est toujours heurté pour limiter l'effet sur la liquidité des amples besoins d'emprunt de l'Etat. En *Italie*, l'expiration, en 1981, de l'accord aux termes duquel la banque centrale absorbait les titres d'Etat non placés dans le public ou auprès des banques a permis de mieux maîtriser la croissance monétaire. Cependant, au fil des ans, le secteur non bancaire a constitué un stock important de bons du Trésor à court terme et de titres publics assortis de taux d'intérêt variables. En *Belgique*, l'accumulation par le secteur bancaire de fonds d'Etat à court terme et, parfois, l'effet sur la liquidité des emprunts d'Etat à l'étranger ont eu de fortes répercussions sur la conduite de la politique monétaire. En *Suède*, où, ces dernières années, toute une série de nouveaux instruments de la dette publique ont fait leur apparition, les obligations d'emploi imposées aux compagnies d'assurances ont été modifiées en septembre 1984 et étendues à la Caisse nationale de retraite. Les coefficients d'emploi, faisant précédemment obligation de détenir un montant minimum net d'obligations prioritaires (destinées au financement du secteur public, du logement et de l'agriculture), ont été dès lors appliqués aux achats bruts trimestriels effectués auprès de l'Office national de la dette publique.

En ce qui concerne les instruments moins directs de régulation, de nombreux pays ont apporté, ces dernières années, d'importantes modifications aux *procédures d'intervention des autorités sur le marché monétaire*. Aux *Etats-Unis*, les procédures introduites en 1979 visaient à renforcer la surveillance des positions de réserve du système bancaire, mais, depuis le milieu de l'année 1982, elles ont été appliquées de manière plus souple. En février 1984, les autorités ont introduit un système de comptabilisation immédiate des réserves obligatoires. Parallèlement, la période de détention des réserves auprès du Système de Réserve fédérale a été portée à deux semaines, ce qui a rendu le taux des fonds fédéraux plus sensible, en courte période, aux anticipations de taux d'intérêt du système bancaire. Depuis 1982, dans le cadre des nouvelles modalités d'intervention, la banque centrale module en général dans le court terme l'approvisionnement en réserves non empruntées de façon à maintenir le niveau des emprunts auprès des banques de la Réserve fédérale (c'est-à-dire, en termes plus techniques, les réserves libres) dans certaines limites, ce qui tend ainsi à stabiliser le coût des transactions interbancaires au jour le jour. L'année dernière, pourtant, la relation entre le taux de l'argent au jour le jour entre banques et les emprunts au guichet de l'escompte s'est relâchée. Au printemps 1984, les banques ont recouru davantage au réescompte en prévision d'un resserrement des positions de réserve des banques par les autorités monétaires. Puis, comme leur stratégie visait seulement à stabiliser le niveau des emprunts auprès du Système de Réserve fédérale, le taux de l'argent au jour le jour entre banques s'est de nouveau fortement tendu, pour baisser toutefois avant même que la politique n'ait été assouplie. Les positions de réserve des banques étaient toujours caractérisées par une grande aisance lorsque ce taux a de nouveau monté au début de 1985. A un moment où l'on s'attendait généralement que l'action de la Réserve

Indicateurs du marché monétaire



\* Observation influencée par l'octroi d'une aide d'urgence à une grande banque.  
<sup>1</sup> Moyennes mensuelles. <sup>2</sup> Auprès des banques de la Réserve fédérale, à l'exclusion des crédits distribués. <sup>3</sup> Principalement opérations d'open market sur titres conclues dans le cadre de prises en pension et swaps et engagements de rachat de devises.

fédérale soit conditionnée par la vigueur de l'activité économique, le marché semble avoir anticipé des ajustements de la politique monétaire, contribuant ainsi à l'adaptation opportune des taux d'intérêt. Il est, cependant, possible que la hausse des taux d'intérêt à court terme constatée durant l'été 1984 ait en partie reflété l'incertitude régnant sur les marchés de capitaux.

Dans les autres pays, on a plutôt cherché à rendre les taux d'intérêt plus flexibles et à renforcer leur efficacité dans le mécanisme de régulation monétaire. Au Japon, le taux de l'argent au jour le jour est devenu plus sensible aux conditions de l'offre et de la demande depuis l'abandon de sa fixation officielle (1979). A l'heure actuelle, des mesures sont prises en vue d'élargir la gamme des marchés sur lesquels la Banque du Japon peut efficacement intervenir. Les autorités ont annoncé la création d'un marché des acceptations bancaires libellées en yens. Par ailleurs, la mise sur pied d'un véritable marché de bons du Trésor, projet actuellement en discussion, serait en cohérence avec la tendance visant à donner davantage d'importance au mécanisme des taux d'intérêt dans la mise en œuvre de la politique monétaire. Au Royaume-Uni, la Banque d'Angleterre

a cessé, en 1981, de publier de façon régulière son taux minimum de prêt; cette décision est intervenue dans le contexte de profondes modifications de ses procédures d'intervention (décrites dans les Rapports des années précédentes) destinées à laisser une plus grande place au jeu des forces du marché dans la détermination des taux d'intérêt à court terme. En *Belgique*, la Banque Nationale a fait savoir, en mai 1985, qu'à l'avenir le taux d'escompte serait fixé chaque semaine en fonction du taux des certificats du Trésor à trois mois. Le *Canada* se sert depuis 1980 d'un taux d'escompte flottant, lié au taux d'adjudication des bons du Trésor.

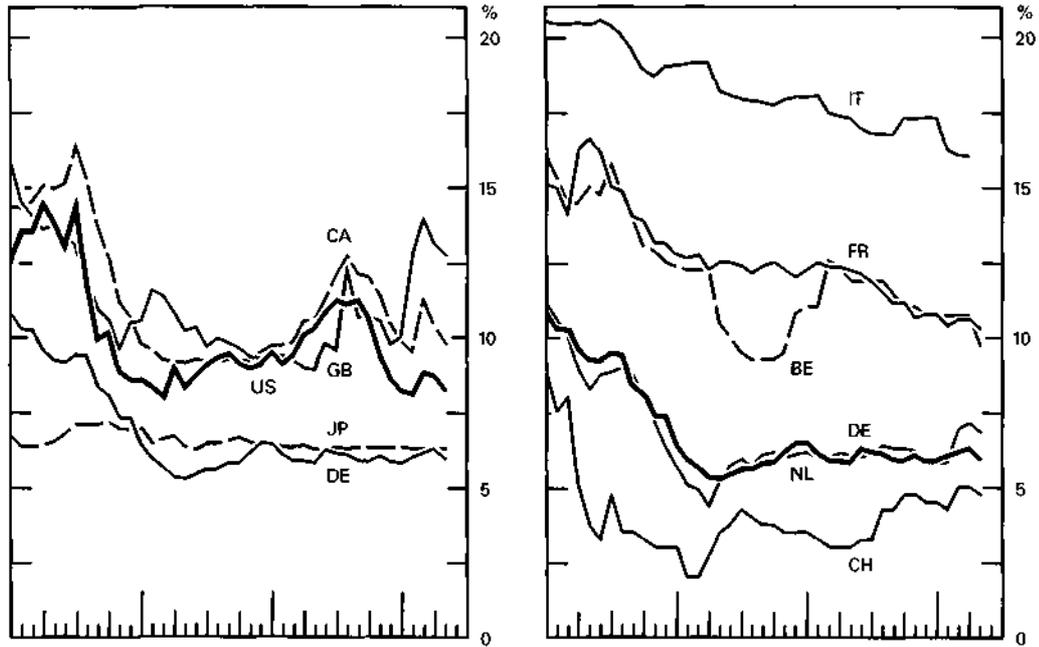
En *Allemagne*, les changements ont été plus limités, mais, à l'instar de ce qui s'est passé dans d'autres pays, le recours à des instruments ressortissant au marché s'est intensifié, en ce qui concerne notamment les prises en pension de titres, les swaps de devises et autres procédures spéciales qui permettent un réglage fin du marché de l'argent. L'année dernière, compte tenu de la très nette amélioration de la situation monétaire intérieure, la Bundesbank a conféré une assise plus durable aux concours temporaires accordés antérieurement au secteur bancaire, en augmentant, en juillet, les contingents de réescompte. Par la suite, elle a tenu compte, dans une certaine mesure, de considérations d'ordre externe en fournissant aux banques, sous une forme réversible, de la monnaie de banque centrale dans le cadre de prises en pension de valeurs mobilières à des taux légèrement supérieurs au taux lombard. En décembre, les concours offerts sous cette forme par la Bundesbank étaient assortis du taux lombard, mais le recours des banques aux avances sur titres est demeuré important, s'accroissant même au début de 1985 à la suite d'incertitudes sur l'évolution des taux d'intérêt nées de la nouvelle hausse du dollar. Devant cette situation, la Bundesbank, modifiant sa tactique, a relevé le taux des avances sur titres aux banques et ramené par le biais de ses opérations de pension le taux de l'argent au jour le jour sur le marché monétaire à un niveau inférieur au taux lombard. L'endettement des banques sous forme d'avances sur titres a diminué rapidement, bien que les effets sur la liquidité intérieure des interventions officielles sur le marché des changes aient altéré pendant quelque temps l'évolution des taux d'intérêt. A long terme, la nouvelle structure des taux devrait réduire le rôle du crédit lombard et donner à la Bundesbank la souplesse requise dans le maniement des taux du marché monétaire.

### **Objectifs de taux de change et évolution des taux d'intérêt**

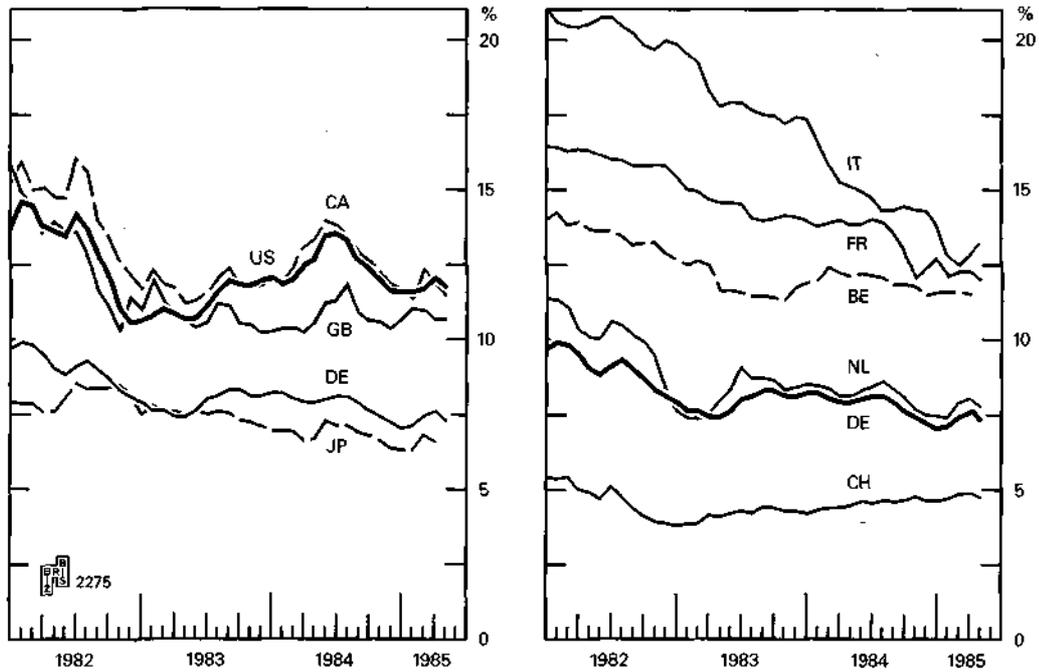
*Taux d'intérêt à court terme.* Dans les grands pays industriels, le niveau des taux du marché monétaire s'est fortement ressenti des efforts des autorités pour respecter leurs objectifs de croissance monétaire. Toutefois, les taux se sont également montrés de plus en plus sensibles aux anticipations du marché relatives à l'évolution de la situation économique et des politiques, tant sur le plan national qu'à l'étranger. En particulier, le climat des marchés de l'argent à court terme de la plupart des pays n'a cessé d'être influencé par les développements survenus aux Etats-Unis et par la façon dont les autorités nationales étaient censées réagir. Parallèlement, des différences marquées ont, naturellement, été

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

Taux du marché monétaire<sup>1</sup>



Rendements des obligations<sup>2</sup>



<sup>1</sup> Taux représentatifs: pour l'Italie, dépôts interbancaires à vue; pour la France, dépôts interbancaires à un mois; pour la Belgique, certificats à quatre mois; pour les autres pays, diverses catégories d'instruments à trois mois. <sup>2</sup> Taux représentatifs: pour l'Allemagne, la France et l'Italie, obligations du secteur public; pour les autres pays, fonds d'Etat.

observées dans le comportement des taux d'intérêt à court terme sur les autres grandes places. Ces différences sont principalement dues à la confiance variable des marchés, compte tenu de leur expérience antérieure, dans l'aptitude et la détermination des autorités à maintenir un cap non inflationniste.

En *Allemagne* et au *Japon*, les taux d'intérêt à court terme n'ont pratiquement pas réagi aux variations des taux du marché monétaire intervenues aux *Etats-Unis* l'année passée. Les écarts de taux ont entraîné une dépréciation, somme toute assez sensible, du deutsche mark et du yen par rapport au dollar. Néanmoins, les marchés sont restés persuadés que toute incidence inflationniste éventuelle sur l'économie interne demeurerait limitée et que les politiques en vigueur, axées principalement sur la maîtrise de la croissance monétaire interne, étaient conformes à l'orientation fixée et qu'elles parviendraient à contenir les poussées inflationnistes.

Au *Royaume-Uni*, l'évolution des agrégats monétaires et du crédit a parfois suscité des inquiétudes. Dans un climat marqué par la baisse des cours du pétrole et la grève prolongée des mineurs, des doutes ont semblé se faire jour quant à la justesse de la politique officielle du taux de change. L'idée s'est apparemment accréditée que les autorités avaient fait baisser les taux d'intérêt plus rapidement que ne le justifiaient les données internes ou externes. Le rétablissement de la confiance a rendu nécessaires des modifications substantielles du niveau des taux d'intérêt à court terme.

Au *Canada*, les autorités ont tenté, au début de 1984, de soustraire les taux du marché monétaire à l'incidence des hausses des taux d'intérêt aux *Etats-Unis*. Dans le même temps, elles se sont efforcées de contenir la dépréciation corrélative du dollar canadien par des interventions sur le marché des changes. Ces deux objectifs sont cependant entrés en conflit, compte tenu des niveaux élevés atteints précédemment par le taux d'inflation au Canada et de l'interdépendance des marchés des capitaux canadien et américain. On avait donc peu de chances d'obtenir un écart durable de taux d'intérêt vis-à-vis des *Etats-Unis* par le biais d'une légère dépréciation du dollar canadien, et les risques d'une telle entreprise étaient grands. Par la suite, les autorités canadiennes ont dû, en effet, maintenir les taux d'intérêt à court terme à un niveau supérieur à celui des *Etats-Unis* pour stabiliser le taux de change. On a constaté le même phénomène en *Suède*, où les taux du marché monétaire ont été abaissés au début de 1984 par rapport aux taux à court terme aux *Etats-Unis*; mais, par suite de l'inversion des mouvements de capitaux — les entrées ayant fait place à des sorties, — il a fallu les porter à des niveaux excédant ceux des taux comparables sur le dollar.

La faiblesse relative du deutsche mark vis-à-vis du dollar américain, l'année dernière, a modifié la nature de la contrainte monétaire externe dans les pays où la politique de taux de change est liée au deutsche mark. Grâce à la décélération de l'inflation, la *France*, l'*Italie* et la *Belgique* ont été à même d'abaisser progressivement leurs taux d'intérêt à court terme. La politique des autorités a tendu, toutefois, à éviter un recul trop prononcé du loyer de l'argent par rapport au rythme de la hausse des prix. Comme la perspective d'un réaménagement des parités au sein du Système monétaire européen, auquel on aurait

pu s'attendre au vu de la modification des positions concurrentielles, s'éloignait, le niveau relativement élevé des taux d'intérêt nominaux à court terme a commencé à attirer des fonds extérieurs. Il s'est ensuivi un raffermissement de la monnaie de ces pays, qui a contribué à faire baisser les prix intérieurs. En Belgique, la faiblesse relative des taux de rendement obligataires s'est traduite par des sorties nettes de capitaux à long terme, de sorte que les autorités ont dû maintenir les taux du marché monétaire à un niveau suffisamment élevé pour attirer un important volume de fonds privés à court terme et ce, malgré la poursuite des emprunts du Trésor à l'étranger. En Italie, un dilemme inhabituel s'est posé aux autorités au second semestre de 1984. En effet, par suite d'entrées de capitaux dues à l'écart positif de taux d'intérêt, l'expansion monétaire s'est accélérée malgré l'aggravation du déficit de la balance des opérations courantes.

Les *Pays-Bas*, où la hausse des prix et les taux d'intérêt nominaux étaient relativement peu élevés, n'ont pu s'opposer, en dépit d'un important excédent des transactions courantes, à la dépréciation du florin vis-à-vis des autres devises européennes. Pour soutenir la monnaie, la banque centrale a, au début de 1985, porté son taux d'escompte de 5% à 5,5%.

En *Suisse*, alors que la politique monétaire était principalement axée sur la maîtrise de la quantité de monnaie centrale, l'affaiblissement du franc, vis-à-vis non seulement du dollar EU, mais aussi de la plupart des monnaies européennes a, également, concouru à la hausse des taux du marché monétaire en 1984 et au début de 1985. Néanmoins, le loyer de l'argent est demeuré à un niveau très bas en valeur absolue et par rapport au taux très modéré de hausse des prix. La baisse de la valeur externe du franc suisse par rapport aux autres devises européennes pouvait être considérée comme un mouvement normal de correction après la vive appréciation antérieure. Cependant, au début de 1985, le fléchissement du taux de change a commencé à se répercuter sur le niveau des prix internes.

La configuration inhabituelle des taux de change au sein du Système monétaire européen s'est reflétée dans les acquisitions et ventes nettes d'actifs de change par les banques centrales. La France, l'Italie et la Belgique ont mis à profit le raffermissement relatif de leur monnaie pour effacer en partie les pertes de réserves en devises subies antérieurement. Aux Pays-Bas, par contre, les avoirs de change nets de l'institut d'émission ont diminué, sous l'effet notamment de l'affaiblissement du florin par rapport aux autres monnaies européennes. La Bundesbank, pour sa part, a procédé à des ventes massives de dollars à la fin de 1984 et au début de 1985. En revanche, le Japon et la Suisse n'ont enregistré, l'année dernière, aucune modification significative du montant de leurs avoirs de change nets. Au Canada et au Royaume-Uni, une diminution s'est produite en 1984 et au début de 1985. La variation du niveau des avoirs extérieurs nets des banques centrales constatée dans certains pays n'a guère influé sur les conditions du marché monétaire: en effet, elle a été compensée, dans une large mesure, par l'évolution des créances sur l'économie des autorités monétaires. Pour ce genre d'opérations, nombre de banques centrales des pays

Facteurs agissant sur la monnaie centrale et les taux d'intérêt à court terme

Rubriques et années	Japon	Allemagne fédérale	France	Belgique	Pays-Bas	Suisse	Italie
	variation en % de la quantité de monnaie centrale en début de période <sup>1</sup>						
<b>Avoirs de change nets de la banque centrale<sup>2</sup></b>							
1982 . . . . .	- 9,9	1,0	-26,4	- 9,8	20,4	6,2	- 7,7
1983 . . . . .	- 0,3	- 1,2	3,3	- 5,8	- 1,6	5,1	10,6
1984 1er trimestre . . . . .	0,1	2,7	0,9	- 9,3	- 1,9	5,0	- 2,7
2ème trimestre . . . . .	- 0,5	0,7	3,5	13,0	5,8	2,4	3,2
3ème trimestre . . . . .	- 0,6	- 2,4	9,7	11,4	0,7	0,8	2,6
4ème trimestre . . . . .	0,0	- 3,0	2,7	1,9	- 1,9	0,9	2,1
1985 1er trimestre . . . . .	- 0,5	- 6,3			- 5,3	8,4	
<b>Opérations à court terme de la banque centrale créatrices de liquidité<sup>3</sup></b>							
1982 . . . . .	7,2	0,2	42,2	- 0,2	-12,9	9,7	0,3
1983 . . . . .	10,2	2,5	-10,9	- 0,3	12,7	2,1	- 2,0
1984 1er trimestre . . . . .	- 7,3	- 1,2	- 1,6	3,6	9,3	- 4,5	8,7
2ème trimestre . . . . .	-12,0	- 1,9	- 3,3	- 4,1	-14,7	- 0,9	- 3,9
3ème trimestre . . . . .	8,4	0,8	0,1	-15,3	- 6,0	2,4	- 2,9
4ème trimestre . . . . .	14,2	6,3	- 3,2	- 2,2	10,6	9,4	0,2
1985 1er trimestre . . . . .	-12,0	4,6			2,6	- 6,7	

<sup>1</sup> Flux corrigés des variations de change, partiellement estimés par la BRI. Pour l'Allemagne, la France et la Suisse, chiffres établis sur la base de moyennes mensuelles de chiffres quotidiens; pour les autres pays, chiffres en fin de mois.  
<sup>2</sup> A l'exclusion des swaps de devises destinés à agir sur la liquidité bancaire. Pour le Japon, opérations du Fonds de stabilisation des changes. <sup>3</sup> Avances sur titres aux banques et (à l'exception de l'Allemagne) crédit par voie d'acompte, swaps de devises, prises en pension de valeurs mobilières et prêts spéciaux aux taux du marché. Pour la Suisse, à l'exclusion des facilités de fin de mois.

concernés ont eu largement recours aux instruments à court terme du marché monétaire dont le rôle est devenu si important ces dernières années.

Si la contrainte imposée à la politique monétaire, de par la fermeté générale du dollar, est demeurée dans des limites supportables, cela tient en partie à la faiblesse des cours des matières premières. La reprise de l'ascension du dollar à la fin de 1984 et au début de 1985, qui a conduit les autorités monétaires à intervenir sur les marchés des changes pour faire obstacle à la spéculation, risquait, à l'évidence, de compromettre les succès obtenus par certains pays contre l'inflation. Dans ces conditions, ces pays ne pouvaient cependant envisager de modifier fondamentalement l'orientation de politiques monétaires qui avaient, au prix de tant de difficultés, ouvert la voie à la reprise économique.

*Taux d'intérêt à long terme.* Aux Etats-Unis, l'évolution des taux de rendement à long terme l'an dernier a continué d'être fortement influencée par les préoccupations relatives à l'ampleur des besoins d'emprunt effectifs et attendus du gouvernement fédéral. Par ailleurs, le sentiment des marchés des capitaux a cependant connu de multiples revirements durant l'année. La hausse des rendements obligataires au premier semestre de 1984 et leur baisse ultérieure ont reflété la vigueur changeante de la demande de crédit. Le brutal retournement de tendance survenu en juillet, qui a précédé une décrue des taux d'intérêt à court terme et a été suivi d'un nouveau raffermissement du dollar, semble avoir traduit la diminution des anticipations inflationnistes.

La hausse des taux de rendement aux Etats-Unis au premier semestre de 1984 s'est répercutée, dans une certaine mesure, sur les rendements des obligations dans les autres pays. Puis, confirmant l'opinion selon laquelle le recul du taux d'inflation, la poursuite de la consolidation des finances publiques et l'amélioration de la balance des paiements courants justifiaient une baisse des rendements, les cours des obligations se sont mis à monter dans de nombreux pays lorsque les taux d'intérêt américains à long terme ont commencé à se replier. A l'instar des Etats-Unis, l'Allemagne et la France ont annoncé, à l'automne, la suppression de la retenue à la source sur les revenus des obligations nationales détenues par les non-résidents. La nouvelle que d'autres pays envisageaient de faire de même a concouru à maintenir l'orientation à la baisse des rendements obligataires.

La faiblesse relative des cours des obligations au Royaume-Uni à certaines périodes a été imputable principalement aux tensions affectant le marché monétaire et le marché des changes, alors qu'en France la modification des anticipations à l'égard de l'évolution des rendements a provoqué, début décembre, des perturbations temporaires sur le marché financier. En Suisse, les taux d'intérêt à long terme se sont inscrits en légère progression en 1984, mais ne se sont pratiquement pas ressentis des évolutions intervenues sur les autres marchés.

Le début de l'année 1985 a été marqué, dans la quasi-totalité des pays, par des pressions à la hausse ayant affecté les taux à long terme sur les marchés financiers. Ce phénomène a probablement reflété, dans de nombreux cas, la crainte de voir une nouvelle appréciation du dollar se répercuter sur le rythme de la hausse des prix ainsi que des spéculations au sujet d'un durcissement des conditions monétaires. Aux Etats-Unis, on s'est rendu compte que les chances d'une réduction substantielle du déficit budgétaire dans un proche avenir étaient minces et que les autorités monétaires ne pratiqueraient pas une politique d'aval. Dans ces conditions, on pouvait s'attendre que les taux d'intérêt réels demeurent élevés aussi longtemps que l'économie continuerait de croître.

*Taux d'intérêt réels.* Par rapport aux taux d'inflation du moment, les taux d'intérêt à long terme ont, dans l'ensemble, légèrement fléchi d'un début d'année à l'autre aux Etats-Unis, au Canada et en Italie, alors que, durant le même temps, ils s'inscrivaient en hausse au Royaume-Uni et en France. En Amérique du Nord et au Royaume-Uni, ces taux sont demeurés élevés par rapport aux niveaux enregistrés à quelque stade que ce soit des mouvements conjoncturels antérieurs. Dans la plupart des autres pays également, ils ont été élevés, sans pour autant se situer à des niveaux aussi exceptionnels. Les anticipations inflationnistes peuvent, à certains moments, s'écarter des taux effectifs de la hausse des prix, notamment lorsque les prix évoluent de façon très irrégulière. A l'heure actuelle, des doutes subsistent quant à la consolidation ultérieure du récent ralentissement de l'inflation. Toutefois, les autres mesures de taux d'intérêt réels, fondées sur les prévisions officielles de hausse des prix, sur les enquêtes relatives aux anticipations inflationnistes et sur l'analyse de séries chronologiques, et qui ont toutes leurs limites, corroborent dans l'ensemble les impressions fournies par les évaluations simples figurant dans le tableau ci-après.

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

Années	Etats-Unis	Canada	Japon	Royaume-Uni	Allemagne fédérale	France	Italie	Belgique	Suisse
	moyennes de la période, en % par an								
1965-69 . . . . .	1,8	2,6	2,1	3,1	4,7	3,2	4,3	3,2	1,0
1970-74 . . . . .	0,7	1,8	-3,4	1,0	3,2	1,3	-0,7	1,0	-1,3
1975-79 . . . . .	0,3	0,4	0,5	-2,2	3,0	0,5	-3,2	1,3	1,6
1980-84 . . . . .	4,9	4,6	4,1	2,9	4,2	3,6	1,1	5,2	0,3
1983 . . . . .	8,1	5,9	5,6	6,2	4,6	4,9	2,9	4,1	1,2
1984 . . . . .	8,2	8,4	4,5	5,8	5,4	5,7	4,2	5,6	1,6
1985 1er trimestre	8,2	8,2	4,6	5,4	5,0	5,8	4,1	6,2	1,0

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

Les taux réels à long terme reflètent généralement un aspect important des anticipations qui entrent en ligne de compte dans la plupart des décisions d'investissement. On reconnaît généralement que, dans les circonstances actuelles, l'explication des tensions inhabituelles qui s'exercent sur les taux d'intérêt réels doit être recherchée aux Etats-Unis. La bonne tenue de l'investissement privé dans ce pays semble attester une rentabilité élevée du capital, du moins dans certains secteurs de l'industrie. Toutefois, peu d'observateurs sont convaincus que c'est dans ce phénomène que réside toute l'explication de la vigueur des taux réels. De surcroît, jusqu'à présent, on n'a guère eu d'indications sérieuses d'un développement notable du potentiel de croissance à long terme de l'économie.

Il est également difficile d'admettre que la politique monétaire ait joué un rôle important dans la persistance du niveau élevé des taux d'intérêt réels ex ante à long terme. Les conditions monétaires courantes et attendues, affectées qu'elles sont par la politique monétaire, influencent les taux d'intérêt nominaux à long terme, soit directement, soit au travers de leur incidence sur les anticipations inflationnistes. Au cours de ces dernières années, la politique monétaire a contribué à assurer la stabilité de l'environnement financier, rendant ainsi beaucoup moins vraisemblable qu'auparavant l'éventualité d'une évolution négative des taux d'intérêt réels sur de longues périodes. On aurait pu penser que l'atténuation des anticipations inflationnistes se traduise, avec le temps, par un recul correspondant des taux d'intérêt nominaux. L'année dernière, comme l'envolée du dollar a contribué à stabiliser le niveau des prix intérieurs, la politique monétaire américaine a pu nourrir une reprise exceptionnellement forte de la demande globale, sans risquer de ranimer les tensions inflationnistes. On peut d'ailleurs supposer qu'à l'avenir la politique monétaire continuera d'être conduite de manière à permettre la pleine utilisation des possibilités actuelles de croissance économique non inflationniste.

La politique budgétaire peut, pour sa part, influencer plus durablement les taux réels par le biais de ses répercussions, effectives et attendues, sur l'équilibre épargne/investissement. Hormis la question des effets conjoncturels ou structurels de sens opposé dans le secteur privé, le problème fondamental est de savoir

à quel point les tensions sur les taux réels risquent de se transmettre d'un pays à l'autre. Il faut également se demander dans quelle mesure on pouvait escompter que, globalement, l'incidence de l'évolution budgétaire aux Etats-Unis – en termes de taux d'intérêt réels dans le monde – serait neutralisée par les effets des compressions budgétaires opérées dans d'autres pays.

Les graphiques de gauche de la page suivante retracent l'évolution du solde d'exécution du budget de l'Etat et de l'investissement brut du secteur privé pour les Etats-Unis et certains groupes de grands pays, ces grandeurs étant exprimées toutes deux en pourcentage de l'épargne nationale brute du secteur privé. Ainsi, la distance entre la courbe supérieure, pour chaque pays ou groupe de pays, et la ligne de référence mesure «l'absorption» interne en pourcentage de l'épargne intérieure brute du secteur privé. Un taux supérieur à 100 indique la contribution nette du reste du monde à l'équilibre épargne/investissement des pays concernés, et vice versa. Si les soldes budgétaires corrigés de l'inflation ou de facteurs conjoncturels peuvent être utiles à certaines fins, les chiffres non corrigés, de même que la mesure de la variation du niveau de l'investissement du secteur privé, semblent mieux à même, dans la pratique, d'expliquer les évolutions des marchés de capitaux. De la même façon, il semblerait plus pertinent de rapporter ces chiffres à l'épargne privée plutôt qu'au PNB et de convertir les chiffres en valeur nominale sur la base des taux de change courants pour comparer l'importance relative des évolutions sur les marchés de capitaux des différents pays. Les soldes effectifs et attendus du budget de l'*Etat* bénéficient d'une large publicité, et leur incidence sur les marchés de capitaux peut être différente de celle des déficits d'autres organismes publics et agences du gouvernement qui, dans de nombreux pays, sont soumis à des contraintes et qui, dans le cas présent, sont compris dans l'épargne privée.

Les mesures utilisées révèlent l'évolution contrastée, ces dernières années, des soldes budgétaires dans trois groupes distincts de pays: i) Etats-Unis; ii) Canada, France et Italie; et iii) Japon, Allemagne et Royaume-Uni. L'évolution des agrégats dans les sept principaux pays industrialisés fait cependant ressortir depuis 1978 – année précédant le second choc pétrolier – un très net alourdissement de la contrainte exercée par les déficits budgétaires sur l'équilibre global épargne/investissement dans le monde industrialisé. En outre, il est possible qu'en raison de la libéralisation des marchés de capitaux l'incidence des déficits budgétaires, effectifs et attendus, sur les taux d'intérêt réels se soit renforcée au fil du temps. L'accroissement des déficits budgétaires ne semble guère avoir sensiblement modifié le comportement d'épargne du secteur privé: au cours des dix dernières années, le rapport entre l'épargne privée totale dans les sept pays en question est resté relativement stable par rapport au PNB.

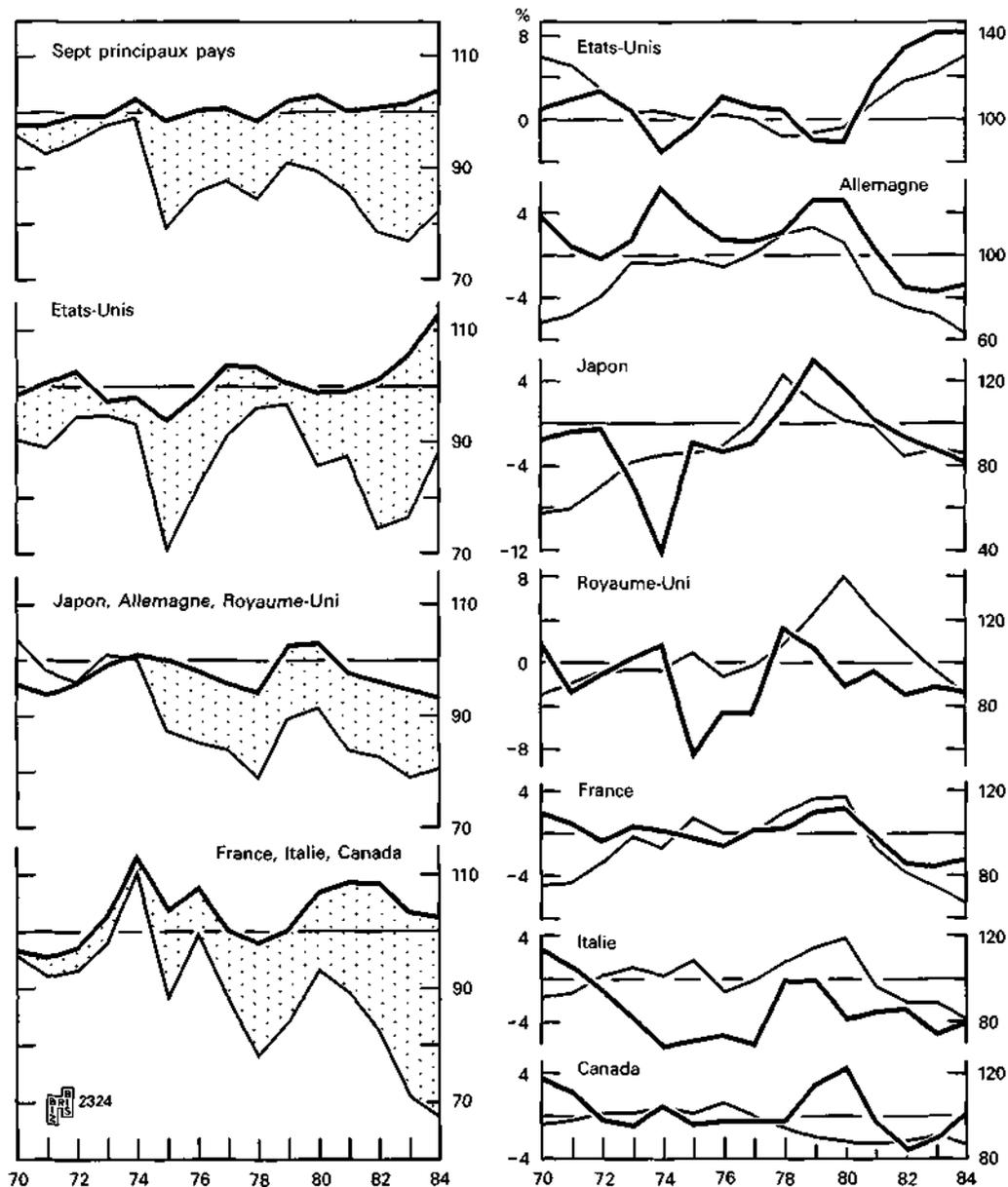
On s'accorde généralement à reconnaître que le déséquilibre existant entre l'épargne et l'investissement aux Etats-Unis, tel qu'il résulte de l'ampleur des besoins de financement structurels du gouvernement fédéral, a eu pour conséquences non seulement une vive hausse des taux d'intérêt américains, mais aussi une flambée du dollar et des entrées massives de ressources d'épargne en provenance de l'étranger. Le graphique, pour ce qui est des Etats-Unis, semble bien

Déséquilibres épargne/investissement, écarts de taux d'intérêt réels et taux de change réels<sup>1</sup>

En proportion de l'épargne intérieure brute  
du secteur privé:

-  déficit financier de l'administration centrale (A)
-  investissement intérieur brut du secteur privé (B)
-  A + B

-  Ecart des taux d'intérêt réels à long terme vis-à-vis des Etats-Unis (pour les Etats-Unis, taux d'intérêt réel à long terme)<sup>2</sup>
-  Taux de change réel vis-à-vis du dollar EU (pour les Etats-Unis, taux de change effectif réel)<sup>3</sup>



<sup>1</sup> A partir de sources nationales. Les variables réelles sont calculées sur la base des variations des prix à la consommation.  
<sup>2</sup> Echelle de gauche. <sup>3</sup> Indices: 1977 = 100; échelle de droite.

confirmer ce point de vue. Entre 1979 et 1984, la part du déficit budgétaire américain dans le total des déficits publics des sept principaux pays industrialisés est passée de 10% environ à quelque 50%, tandis que son incidence sur l'épargne brute globale du secteur privé de l'ensemble des sept pays considérés, qui était inférieure à 2% en 1979, a dépassé 11% en 1984. Alors que l'important déficit de la balance américaine des paiements courants a favorisé la diffusion de la reprise économique dans le monde, les flux correspondants d'épargne internationale ont probablement contribué à la fois à tempérer les tensions à la hausse sur les taux d'intérêt réels aux Etats-Unis et à les transmettre aux autres pays.

Au Japon, en Allemagne et au Royaume-Uni, les gouvernements s'efforcent, depuis maintenant quelques années, de comprimer les déficits budgétaires. Bien que ces pays aient bénéficié d'une demande d'exportations très soutenue, la reprise de l'investissement privé a été moins rapide qu'aux Etats-Unis et a pesé moins lourdement sur l'offre nationale d'épargne privée. Jusqu'à la fin de l'année 1984 au moins, la dépréciation de la monnaie de ces pays n'a pas vraiment compromis le succès de leurs politiques de lutte contre l'inflation. Alors que, dans ces circonstances, des facteurs internes favoriseraient une détente des taux d'intérêt réels, un niveau élevé du loyer de l'argent dans les autres pays, en particulier aux Etats-Unis, agirait en sens inverse.

De fait, la hausse des taux d'intérêt nominaux à long terme en Allemagne et au Japon depuis la fin des années soixante-dix a été beaucoup moins forte qu'aux Etats-Unis, et les taux d'intérêt réels, bien qu'en hausse, ont moins progressé qu'aux Etats-Unis. En outre, comme le montre le graphique, l'écart de taux d'intérêt réels entre ces deux pays et les Etats-Unis s'est graduellement élargi, alors que parallèlement le taux de change réel du dollar s'appréciait progressivement par rapport au yen et au deutsche mark. Ainsi, en raison de divers obstacles aux flux internationaux d'épargne, les taux d'intérêt réels dans ces pays ont réagi, dans une certaine mesure, à l'amélioration du rapport épargne nationale/investissement qui a été obtenue dans un contexte de stabilité des politiques monétaires. On peut raisonnablement penser que le découplage des taux d'intérêt a été facilité par une prise de conscience dans les milieux financiers, d'une part que le dollar pourrait ne pas conserver durablement sa valeur réelle actuelle et, d'autre part, qu'il fallait tenir compte, pour comparer les rendements à long terme des placements en diverses devises, de la possibilité de pertes de change futures sur les placements en dollars. Au Royaume-Uni également, les taux d'intérêt réels à long terme ont enregistré, sur la période 1978-84, une progression moins forte que les taux de rendement réels aux Etats-Unis. Toutefois, dans ce cas, il n'y a pas de corrélation étroite entre l'écart de taux d'intérêt et la modification du taux de change réel de la livre contre dollar, qui a été influencé, en particulier, par l'évolution des perspectives relatives aux cours du pétrole.

En France, en Italie et au Canada, les possibilités d'action de la politique économique ont été limitées ces dernières années. L'investissement privé est depuis quelque temps relativement faible, mais les amples déséquilibres

structurels des finances publiques ont nécessité l'adoption de mesures correctrices qui, dans la situation économique du moment, ont eu une incidence plus réduite que d'ordinaire sur le déficit effectif. Sous l'influence du SME, les rendements obligataires réels en France et en Italie semblent montrer une corrélation plus étroite avec les taux réels à long terme en Allemagne; par ailleurs, le franc français et la lire italienne ont enregistré, à l'instar du deutsche mark, mais à un moindre degré, une dépréciation de leur taux de change réel vis-à-vis du dollar. Par contre, au Canada, entre 1979 et 1984, les rendements réels à long terme ont augmenté autant que les taux de rendement réels américains, et le taux de change réel du dollar canadien par rapport au dollar des Etats-Unis est resté, dans l'ensemble, assez stable pendant la période considérée.

Des taux d'intérêt réels positifs peuvent, évidemment, stimuler l'épargne. Ils peuvent également contribuer à orienter l'économie vers les investissements les plus rentables, peut-être même vers ceux qui font assez largement appel au facteur travail. Jusqu'à présent, le coût élevé du crédit n'a pas mis un terme à la reprise économique, mais on ne peut exclure totalement le risque que le niveau de l'investissement soit plus affecté dans certains pays que dans d'autres. Dans de nombreux pays, les taux réels semblent effectivement élevés par rapport au potentiel de croissance de l'économie. La cherté du loyer de l'argent en termes réels peut se traduire par une lourde charge du service de la dette publique et privée et rendre plus difficile la maîtrise des dépenses publiques. Elle continue également de peser sur les emprunteurs souverains recourant aux marchés internationaux.

*Interaction internationale des différentes stratégies.* On admet depuis longtemps que la flexibilité des taux de change ne supprime pas la contrainte externe sur la politique monétaire mais qu'elle en modifie seulement la nature. Ces dernières années, les objectifs fondamentaux de la politique monétaire, de même que l'évolution des prix intérieurs dans les principaux pays, ont rendu à converger. Néanmoins, comme indiqué précédemment, la divergence sensible entre la politique budgétaire aux Etats-Unis et celle des autres pays s'est répercutée sur l'évolution des taux de change réels et sur les écarts des taux d'intérêt réels.

L'année passée, il est devenu évident que même les économies les plus grandes et les moins ouvertes sur l'extérieur pouvaient être fortement affectées par des développements extérieurs et que les autorités devaient en tenir dûment compte dans l'élaboration de leur politique. Si les taux de change peuvent être largement déterminés par les choix de portefeuille des investisseurs privés sur les marchés de capitaux, ils exercent également une grande influence sur la croissance et l'évolution des prix dans les divers pays. Aux Etats-Unis, l'incidence positive de l'appréciation du dollar sur le niveau des prix intérieurs a permis à la politique monétaire d'alimenter de fortes progressions de la demande globale, mais l'augmentation des importations nettes a, de toute évidence, commencé à compromettre les progrès de la reprise de l'économie américaine. Bien que les autres pays aient bénéficié d'une forte croissance des exportations, l'inflation importée et les tensions sur les taux d'intérêt se sont mises à peser plus lourdement dans la balance vers le début de l'année 1985.

Deux constatations se sont imposées de manière de plus en plus évidente: la vulnérabilité d'une reprise de l'économie mondiale d'un caractère non inflationniste et les limites de la contribution possible de la politique monétaire à cet égard, en l'absence d'un soutien approprié d'autres composantes de la politique économique. Le recul du dollar EU en mars et avril derniers a permis aux autres pays d'abaisser quelque peu leurs taux d'intérêt, mais les choix qui s'offrent à la politique monétaire demeurent fatalement limités. L'expérience montre, à l'évidence, que la politique monétaire dans les principaux pays ne sera efficace que si elle conserve comme objectif le maintien de conditions monétaires stables et non inflationnistes sur le marché intérieur. Au travers de l'évolution récente, on constate également que les interventions effectuées sur le marché des changes pour combattre les excès de la spéculation peuvent, dans certains cas, constituer un adjuvant utile à la politique monétaire. On s'accorde généralement à reconnaître la nécessité, plus fondamentale, d'une action sur le plan budgétaire pour rétablir l'équilibre entre épargne et investissement aux États-Unis. Tout nouvel ajustement du cours du dollar ne ferait que rendre cette nécessité plus impérieuse.

## V. ÉCHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX

### Faits saillants

L'évolution aux Etats-Unis a constitué l'influence la plus importante qui s'est exercée sur le commerce mondial et les balances des paiements en 1984. Sous l'effet d'une forte croissance de la demande interne et d'une nouvelle détérioration de la compétitivité internationale des Etats-Unis, les importations américaines ont augmenté de 26%. Cette augmentation a joué un rôle essentiel, tant par ses effets directs que par son action stimulante sur les échanges commerciaux entre les autres pays, dans l'accélération de l'expansion en volume du commerce mondial, qui a atteint 9%. Ce taux est sensiblement du même ordre de grandeur que celui qu'on avait enregistré lors des reprises économiques antérieures.

L'essor de la demande d'importations aux Etats-Unis a engendré une augmentation sans précédent (\$60 milliards) du déficit américain des paiements courants et, parallèlement, une amélioration de la balance des transactions courantes de nombreux autres pays, tant développés qu'en développement. Au sein du monde en développement, le déficit combiné des paiements courants des pays non membres de l'OPEP a de nouveau baissé de manière sensible. En Asie, l'amélioration s'est accompagnée d'une expansion rapide des exportations et des importations et, en Amérique latine, le montant global des achats à l'étranger a fait apparaître un modeste accroissement, après les très fortes baisses des deux années précédentes. Au sein du monde développé, le vif essor des exportations du Japon s'est traduit par une nouvelle augmentation (+\$14 milliards) de son excédent des opérations courantes et la plupart des autres pays ont également enregistré des gains, moins importants cependant, dans ce domaine. En revanche, les balances des paiements courants du Royaume-Uni, de l'Italie et de quelques autres pays se sont détériorées.

La caractéristique la plus frappante des mouvements de capitaux internationaux a été une nouvelle fois les entrées nettes massives aux Etats-Unis, qui, pour la seconde année consécutive, ont non seulement financé le déficit croissant des paiements courants, mais ont encore renforcé la valeur externe du dollar. Une grande partie des placements en actifs libellés en dollars a été effectuée par les autres grands pays industriels, et surtout le Japon, dont les sorties nettes à long terme se sont très fortement accrues, sous forme essentiellement d'investissements de portefeuille. Hors du Groupe des Dix, l'amélioration de la balance des paiements courants de nombreux pays a réduit leurs besoins de financement externe, de sorte que certains pays en développement ont été en mesure, malgré la nouvelle diminution des entrées de capitaux privés, de reconstituer de manière substantielle leurs réserves officielles. Un certain nombre de pays débiteurs ont toutefois continué à dépendre des flux de capitaux «organisés» et de l'aide procurée par les accords de rééchelonnement de dettes.

D'une manière générale, ces évolutions présentent un caractère contrasté. Du côté positif, il y a l'accélération de l'expansion du commerce mondial et l'amélioration, parfois très nécessaire, de la balance des paiements courants de nombreux pays. Ces évolutions encourageantes n'auraient pas été possibles sans le développement considérable des importations américaines. En revanche, le déficit élevé et toujours croissant de la balance américaine des paiements courants peut difficilement se maintenir à plus long terme; il a déjà contribué au renforcement des pressions protectionnistes aux Etats-Unis et son financement sans heurts continue de dépendre des entrées massives de capitaux spontanés en provenance du reste du monde; l'excédent record du Japon représente un autre élément de déséquilibre important dans la structure globale des paiements; enfin, la position extérieure d'un certain nombre de pays en développement demeure extrêmement vulnérable.

L'existence de ces éléments de déséquilibre effectifs, ou potentiels, dans la situation actuelle comporte certains risques pour l'avenir. Tout d'abord, un revirement de l'opinion du marché à l'égard du dollar pourrait réduire, voire inverser, les entrées de capitaux aux Etats-Unis, ce qui risquerait d'entraîner une pression à la hausse sur les taux d'intérêt sur le dollar et, partant, une aggravation des problèmes du service de la dette. Deuxièmement, comme le renforcement de la position extérieure de nombreux pays au cours des deux dernières années a été largement tributaire de la reprise aux Etats-Unis, un affaiblissement de la demande d'importations dans ce pays, qui ne serait pas compensé par une accélération de la croissance de la demande dans les autres pays industrialisés, pourrait rendre plus difficile l'effort d'ajustement extérieur.

### Commerce mondial

Du fait de l'intensification de la reprise économique dans le monde, l'expansion en volume du commerce mondial s'est accélérée l'an dernier, pour ressortir à 9%, contre 2½% seulement en 1983. Les prix en dollars des biens faisant l'objet d'échanges internationaux ont fléchi de 2% en 1984, quatrième année consécutive de baisse de ces prix dans le sillage de l'appréciation continue du dollar EU. Ce mouvement a ramené à 6½% le rythme d'accroissement du commerce mondial, en dollars courants, ce dernier se situant à un niveau proche de \$2.000 milliards.

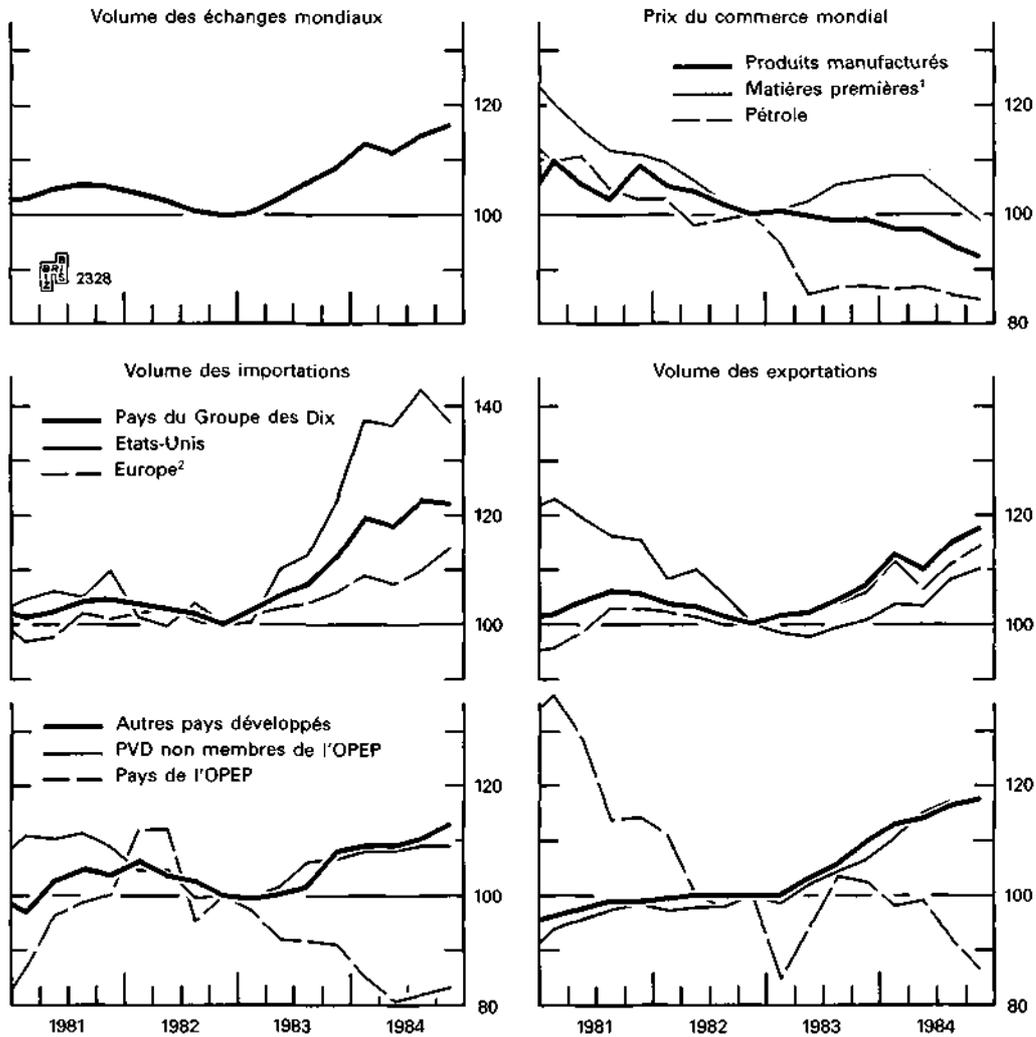
Par grand groupe de marchandises, le volume des échanges de produits manufacturés et de matières premières non pétrolières s'est accru de 12% et de près de 5% respectivement, ce qui correspond sensiblement aux taux enregistrés lors des reprises économiques antérieures. Les échanges de produits pétroliers, en revanche, sont demeurés relativement peu soutenus, l'accroissement annuel de 4% en volume traduisant essentiellement la fin du processus de déstockage qui avait revêtu une grande ampleur au début de 1983. La baisse globale du prix des marchandises échangées s'explique par une diminution de quelque 3% des prix des produits manufacturés et du pétrole. Les cours des autres matières premières ont augmenté en moyenne de moins de 1%, alors que ceux de la plupart

des produits non pétroliers ont atteint des niveaux records au début de l'année, pour fléchir ensuite brutalement.

Le graphique suivant montre que l'accroissement global du commerce mondial est dû en grande partie à la vigueur de la demande d'importations dans les pays du Groupe des Dix, en particulier aux Etats-Unis, où, pour l'ensemble de l'année, la vive expansion (26%) en volume a compté pour plus de moitié dans l'augmentation en volume des exportations du groupe, qui s'est chiffrée en moyenne à 12½%. Les importations du Canada et du Japon se sont, elles aussi, développées rapidement, mais celles des pays européens ont enregistré une progression inférieure à 7%. Au fil des mois, toutefois, la croissance des achats à

### Commerce mondial, 1981-84

Indices désaisonnalisés: quatrième trimestre 1982 = 100.



<sup>1</sup> Hors pétrole. <sup>2</sup> Comprend l'Allemagne, la Belgique, la France, l'Italie, les Pays-Bas, le Royaume-Uni, la Suède et la Suisse.

l'étranger des pays non européens du Groupe des Dix est revenue à des rythmes semblables à ceux de l'Europe.

A l'exception des pays de l'OPEP, où le recul de 11% des importations en volume n'a été que légèrement inférieur à celui de l'année précédente, tous les autres grands groupes ont connu un essor sensible de leurs achats à l'étranger. Dans les pays développés plus petits, ainsi que dans les pays en développement non membres de l'OPEP, la croissance des importations est passée à 8% et 5% respectivement, après avoir stagné en 1983; il convient de noter cependant qu'elle a été assez inégalement répartie. Ainsi, alors que les pays d'Asie ont accru de 8% leurs importations, ceux d'Amérique latine ont dû, en général, faire preuve de prudence pour assouplir leurs politiques de restriction des importations. Malgré tout, le recours généralisé à la réduction des importations dans ces pays a pris fin l'an dernier.

Du côté des exportations, l'expansion des ventes sur le marché des Etats-Unis a été directement à l'origine, dans de nombreux cas, d'un redémarrage des exportations en volume sensiblement supérieur à la croissance des importations. Le volume des exportations en provenance des pays du Groupe des Dix s'est renforcé de 9% en 1984, contre 2% seulement en 1983, avec des taux d'accroissement particulièrement élevés au Canada et au Japon. Ailleurs, la progression du volume des exportations s'est aussi accélérée de manière substantielle en 1984. Dans les autres pays développés, le rythme a doublé, pour s'établir à 10%, et, dans les pays non membres de l'OPEP, il a également été multiplié par deux, pour atteindre 11½%, les pays d'Asie étant entrés pour une très large part dans cette expansion. Les pays de l'OPEP, par contre, ont enregistré une nouvelle baisse (2½%) du volume de leurs ventes à l'étranger, nettement inférieure cependant à la diminution de 14% en moyenne annuelle observée au cours des quatre années précédentes.

### **Evolution de la balance mondiale des paiements**

L'évolution de la balance mondiale des paiements en 1984 a présenté deux caractéristiques fort différentes. D'un côté, les déséquilibres extérieurs des deux plus grandes économies, Etats-Unis et Japon, se sont sensiblement aggravés; de l'autre, on a observé une large amélioration de la position des paiements courants de nombreux pays développés et en développement. Ces évolutions s'expliquent principalement par la vigueur de la reprise aux Etats-Unis et la poursuite de l'ascension du dollar, qui sont à l'origine de l'accroissement de \$60 milliards du déficit des paiements courants des Etats-Unis, dont le montant a dépassé \$100 milliards. Au sein du Groupe des Dix, la détérioration enregistrée aux Etats-Unis a principalement eu pour contrepartie une augmentation de l'excédent des transactions courantes du Japon, qui a atteint le niveau record de \$35 milliards. Ces variations globales des positions extérieures de ces deux pays reflètent leurs étroites relations commerciales bilatérales, mais elles sont aussi, d'une manière plus fondamentale, l'indication d'un profond déséquilibre à l'égard du reste du monde. Les améliorations du solde des paiements courants des autres pays du Groupe ont été, en grande partie, contrebalancées par des

détériorations au Royaume-Uni et en Italie; de ce fait, le déficit cumulé des paiements courants des pays du Groupe des Dix s'est élargi de \$9,1 milliards en 1983 à \$53,5 milliards en 1984.

Tous les autres grands groupes de pays ont vu leur position globale des paiements courants s'améliorer en 1984. Les pays en développement non membres de l'OPEP ont été en mesure de réduire de \$13 milliards leur déficit cumulé, le ramenant ainsi à \$22 milliards, mais cette amélioration a été répartie de manière assez inégale au sein du groupe. Le solde négatif des pays de l'OPEP s'est amenuisé de \$11 milliards, les ajustements les plus importants ayant été le fait des pays situés hors du Moyen-Orient. En ce qui concerne les pays développés plus petits, l'ampleur du redressement réalisé a dépassé \$3 milliards. Les pays d'Europe de l'Est, qui font ressortir, en tant que groupe, un excédent confortable vis-à-vis du reste du monde depuis 1982, ont renforcé de \$2 milliards le solde positif global de leurs paiements courants.

L'aggravation du déficit cumulé des transactions courantes des pays du Groupe des Dix s'est reflétée pour les deux tiers environ en 1984 dans les variations correspondantes survenues dans les autres grands groupes de pays. Le reliquat ne peut être attribué et a donné lieu à un accroissement de \$16 milliards de l'écart statistique négatif de la balance mondiale des paiements courants. Comme les ventes à l'étranger sont enregistrées, en moyenne, environ quatre semaines avant les importations, l'augmentation de \$2 milliards des exportations globales nettes dans le monde est essentiellement imputable à la reprise de la croissance des échanges internationaux. En revanche, les raisons de la détérioration de \$18 milliards du déficit global des transactions invisibles, qui évolue depuis plusieurs années autour d'une tendance ascendante, n'apparaissent pas clairement. La dégradation apparue ces dernières années peut être attribuée en majeure partie à une comptabilisation insuffisante des revenus d'investissements et des recettes nettes au titre des services des entrepreneurs de travaux publics et consultants étrangers.

Les mouvements de capitaux internationaux ont été principalement marqués l'an dernier par des entrées ininterrompues de fonds aux Etats-Unis, liées, pour des montants sans précédent, à des opérations de portefeuille. Ces entrées ont non seulement suffi à financer le déficit croissant des paiements courants des Etats-Unis, mais elles ont également contribué à la hausse du dollar. Elles ont émané, pour une part notable, des autres pays du Groupe des Dix, essentiellement du Japon, où les sorties nettes de capitaux à long terme ont pratiquement triplé.

Dans les autres grands groupes de pays, l'amélioration des positions des paiements courants a nettement atténué les problèmes de financement et permis à un certain nombre de pays de reconstituer de manière substantielle leurs réserves officielles. Les nouveaux prêts du secteur privé aux pays en développement ont continué à fléchir, par suite de la réduction du total des besoins de financement. En outre, la structure de l'endettement extérieur s'est légèrement améliorée, en raison de la diminution des arriérés de paiements ainsi que de l'endettement à court terme dans certains pays et de l'octroi de nouveaux prêts à

**Soldes des paiements courants dans le monde, 1982-84<sup>1</sup>**

Pays et zones	Solde de la balance commerciale (f.o.b.)			Solde des transactions invisibles			Solde des transactions courantes		
	1982	1983	1984	1982	1983	1984	1982	1983	1984
	en milliards de dollars EU								
Allemagne fédérale	24,5	21,5	21,4	-21,2	-17,3	-15,4	3,3	4,2	6,0
Canada	14,4	14,4	16,1	-12,3	-13,0	-14,6	2,1	1,4	1,5
Etats-Unis	-36,5	-61,1	-107,4	29,4	19,5	5,7	-7,1	-41,6	-101,7
France	-15,5	-8,4	-4,1	3,4	4,0	4,0	-12,1	-4,4	-0,1
Italie	-8,0	-3,1	-6,1	2,5	3,7	3,0	-5,5	0,6	-3,1
Japon	18,1	31,5	44,4	-11,2	-10,7	-9,4	6,9	20,8	35,0
Pays-Bas	4,6	4,3	5,3	-0,9	-0,5	-0,5	3,7	3,8	4,8
Royaume-Uni	3,5	-1,8	-5,5	5,1	5,7	5,5	8,6	3,9	0,0
Suède	0,8	3,1	4,7	-4,3	-4,0	-4,6	-3,5	-0,9	0,1
Suisse	-2,8	-3,8	-3,9	6,8	7,3	7,6	4,0	3,5	3,7
UEBL	-3,6	-1,9	-1,2	0,9	1,5	1,5	-2,7	-0,4	0,3
<i>Pays du Groupe des Dix</i>	-0,5	-5,3	-36,3	-1,8	-3,8	-17,2	-2,3	-9,1	-53,5
Afrique du Sud	0,7	4,0	1,9	-3,8	-3,7	-2,6	-3,1	0,3	-0,7
Australie	-2,6	0,0	-0,8	-5,5	-5,8	-7,2	-8,1	-5,8	-8,0
Autriche	-3,3	-3,4	-3,5	3,9	3,6	2,9	0,6	0,2	-0,6
Danemark	-0,8	0,2	-0,2	-1,5	-1,4	-1,5	-2,3	-1,2	-1,7
Espagne	-9,3	-7,4	-4,0	5,1	4,9	6,0	-4,2	-2,5	2,0
Finlande	0,3	0,2	1,7	-1,1	-1,1	-1,7	-0,8	-0,9	0,0
Grèce	-4,8	-4,3	-4,3	2,9	2,4	2,1	-1,9	-1,9	-2,2
Irlande	-1,1	-0,2	-0,2	-0,8	-0,9	-0,7	-1,9	-1,1	-0,9
Norvège	2,4	4,3	5,3	-1,7	-2,1	-1,8	0,7	2,2	3,5
Nouvelle-Zélande	-0,1	0,2	0,0	-1,4	-1,3	-1,2	-1,5	-1,1	-1,2
Portugal	-4,9	-2,4	-1,4	1,6	1,4	0,9	-3,3	-1,0	-0,5
Turquie	-2,7	-3,0	-3,0	1,8	1,2	1,6	-0,9	-1,8	-1,4
Yougoslavie	-2,0	-1,2	-0,7	1,5	1,5	1,2	-0,5	0,3	0,5
<i>Autres pays développés</i>	-28,2	-13,0	-9,2	1,0	-1,3	-2,0	-27,2	-14,3	-11,2
<i>Ensemble des pays développés</i>	-29	-18	-46	-1	-5	-19	-30	-23	-65
Pays de l'OPEP	62	44	55	-79	-65	-65	-17	-21	-10
Pays en développement non membres de l'OPEP	-43	-20	-3	-20	-15	-19	-63	-35	-22
<i>Ensemble des pays en développement</i>	19	24	52	-99	-80	-84	-80	-56	-32
Pays d'Europe de l'Est <sup>2</sup>	13	13	15	-6	-5	-5	7	8	10
<b>Total</b>	<b>3</b>	<b>19</b>	<b>21</b>	<b>-106</b>	<b>-90</b>	<b>-108</b>	<b>-103</b>	<b>-71</b>	<b>-87</b>

<sup>1</sup> Sur la base des transactions. <sup>2</sup> République démocratique allemande, Bulgarie, Hongrie, Pologne, Roumanie, Tchécoslovaquie et URSS.

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

des conditions plus favorables. Malgré tout, certains pays se trouvent en fait toujours exclus des marchés financiers internationaux.

### Evolution des balances des paiements des Etats-Unis et du Japon

La détérioration de la balance des paiements courants des *Etats-Unis* s'est de nouveau accélérée l'an dernier, le déficit s'étant élargi de \$60,1 milliards, soit deux fois plus qu'en 1983, pour atteindre le niveau record de \$101,7 milliards. L'augmentation rapide du déficit relatif aux échanges de marchandises est, à lui seul, responsable des trois quarts de cette détérioration, mais il s'est également produit une nouvelle contraction sensible de l'excédent traditionnel des transactions invisibles. Alors qu'en 1982 encore cet excédent avait compensé la plus grande partie du déficit commercial, à la fin de 1984 les déficits de la balance commerciale et des paiements courants étaient pratiquement identiques. La réduction de \$13,8 milliards, l'an dernier, du solde positif des transactions invisibles, revenu au modeste niveau de \$5,7 milliards, est imputable pour plus de la moitié à l'accroissement des règlements des frais de transport et d'assurances liés aux importations ainsi qu'à la contraction des revenus nets des investissements à l'étranger.

L'augmentation considérable du déficit commercial, passé de \$61,1 milliards en 1983 à \$107,4 milliards en 1984, reflète essentiellement le nouveau renforcement des pressions de la demande interne – dont l'expansion en volume a atteint près de 9% l'an dernier, soit six points de plus environ que la croissance moyenne de la demande dans tous les autres pays industriels – et la poursuite de l'appréciation, à hauteur de 6%, du taux de change effectif réel du dollar. Le tableau suivant montre l'ordre de grandeur des variations des principales composantes de la balance commerciale.

Au niveau des importations, la caractéristique la plus frappante a été la vive augmentation du volume des importations non pétrolières. Comme la croissance en volume des achats à l'étranger s'est très fortement accélérée, de 14% en 1983 à plus de 26% en 1984, l'influence négative exercée sur la balance commerciale a plus que doublé, pour ressortir à \$55 milliards. L'accroissement du volume des importations au cours de chacune des deux dernières années peut être attribué, pour moitié environ, au dynamisme de la demande interne aux Etats-Unis et, pour le reste, à l'incidence de divers facteurs, dont, bien sûr, les gains de compétitivité des fournisseurs étrangers sur les producteurs nationaux.

Etats-Unis: facteurs de variation de la balance commerciale, 1983-84 (estimations)

Années	Variations de la balance commerciale	Facteurs de ces variations					
		importations de pétrole	termes de l'échange (hors pétrole)	volume des exportations		volume des importations (hors pétrole)	
				total	résultant de l'expansion du marché d'exportation	total	résultant de la demande interne
en milliards de dollars EU							
1983	-24%	7%	6	-12	5	-26	-15
1984	-46%	- 3%	- 5	17	17	-55	-30

Remarque: un signe moins indique une baisse des exportations et un accroissement des importations.

Comme l'expansion de la demande interne s'est ralentie au cours de l'année 1984, la croissance en volume des importations non pétrolières a fortement diminué, revenant de plus de 14% au premier semestre à 5% au second. Cependant, au premier trimestre de 1985, alors que la demande interne n'a augmenté que de 1% environ, le volume des importations non pétrolières s'est accru à un rythme désaisonnalisé supérieur à 15%, ce qui donne à penser que l'influence de la détérioration de la position concurrentielle des Etats-Unis s'est fait davantage sentir. En effet, si l'expansion en volume s'est étendue en 1984 à toutes les grandes catégories d'importations non pétrolières, c'est dans le secteur des produits manufacturés, particulièrement sensibles aux variations de la compétitivité internationale, qu'elle a été la plus forte. Les importations de biens d'équipement, stimulées également par la vigueur des dépenses d'investissement aux Etats-Unis, se sont accrues de 38½% en volume, mais les achats à l'étranger de biens de consommation ont également connu un fort développement en 1984 (+ 30%). Autrement dit, le processus de pénétration des importations dans le secteur de l'industrie manufacturière américaine a commencé à s'accélérer rapidement l'an dernier. Alors que la part des produits manufacturés importés n'avait augmenté que lentement entre 1981 (7%) et 1983 (8%), elle est passée à près de 10% l'année dernière, l'accroissement de la demande américaine de ces produits ayant été satisfait, pour près d'un quart, par des achats supplémentaires à l'étranger.

La valeur des importations de pétrole brut et de produits pétroliers s'est accrue de quelque \$3,5 milliards l'an dernier. Cette première augmentation de la facture pétrolière depuis 1980 a été due en totalité à une hausse de 8½% du volume des achats, traduisant à la fois l'accroissement de quelque 4% – le premier depuis six ans – du volume de la consommation pétrolière et l'absence d'un mouvement important de déstockage, qui avait affecté les importations au cours des années précédentes.

Au niveau des exportations, l'évolution la plus notable a été l'essor surprenant du volume des ventes américaines à l'étranger en 1984, qui a exercé une incidence favorable, à hauteur de \$17 milliards, sur la balance commerciale. Cette première augmentation du volume des exportations depuis 1980 s'explique en partie par la diffusion de la reprise de l'activité économique parmi les pays industriels et par le gonflement de la demande d'importations dans certains pays en développement, grands partenaires commerciaux des Etats-Unis. L'expansion des marchés d'exportation américains s'est accélérée de 2½% en 1983 à quelque 8½% en 1984, et son incidence sur le volume des ventes à l'étranger s'est chiffrée à \$17 milliards, contre \$5 milliards l'année précédente. Plus important toutefois est le fait que, l'an dernier, l'accroissement du volume des ventes à l'étranger des Etats-Unis est allé de pair avec l'élargissement des marchés d'exportation américains, alors qu'en 1983 les Etats-Unis avaient subi une contraction notable de leurs parts de marchés. Compte tenu de la poursuite de l'ascension du dollar et de l'érosion de la compétitivité internationale des Etats-Unis qui en est résultée tout au long de 1984, les raisons de ces résultats remarquables n'apparaissent pas très clairement. Il convient cependant de mentionner le rôle de plusieurs facteurs. Tout d'abord, comme l'indiquent les

progrès particulièrement importants réalisés dans l'exportation des biens d'équipement, l'augmentation en volume peut être en partie attribuée aux ventes de produits pour lesquels les Etats-Unis bénéficient d'un net avantage technologique. Ensuite, une part notable est due aux échanges de pièces détachées et de produits finis entre entreprises américaines, en particulier dans les secteurs de l'automobile, de l'électronique et du textile, disposant d'unités de production au Canada, au Mexique et en Asie. La troisième explication est que les relations commerciales traditionnelles ont favorisé les ventes américaines à l'Amérique latine, celles-ci s'étant renforcées de cinq points de plus que le montant total des importations en provenance de ce groupe. Enfin, les exportateurs américains semblent avoir accompli de sérieux efforts pour conserver leurs parts de marchés, en Europe surtout, au prix parfois d'une compression substantielle de leurs marges bénéficiaires.

Les modifications des termes de l'échange des produits non pétroliers, qui avaient permis de réduire de \$6 milliards l'accroissement du déficit commercial en 1983, ont eu l'an dernier une incidence négative de quelque \$5 milliards, les prix à l'importation s'étant accrus de 1½ point environ de plus que les prix à l'exportation. Le fait que les termes de l'échange se sont détériorés, malgré une appréciation de 8% du taux de change effectif du dollar, traduit essentiellement la différence d'évolution de la demande aux Etats-Unis et à l'étranger. Cela donne également à penser, toutefois, que les fournisseurs étrangers ont soit modéré d'eux-mêmes leurs ventes, soit préféré, pour d'autres raisons, relever leurs prix plutôt que d'exploiter pleinement le potentiel d'expansion en volume du marché américain. En revanche, il n'a guère été possible aux exportateurs américains d'ajuster leurs prix à l'exportation pour compenser les hausses des coûts internes. Les prix américains à l'exportation des produits non agricoles sont demeurés pratiquement constants pour la seconde année consécutive.

Etats-Unis: variations de la balance commerciale à l'égard des divers groupes de pays, 1983-84

Années	Solde commercial total	Pays industrialisés	Canada	Japon	Pays de l'OPEP	Divers autres pays	Pays d'Amérique latine	Asie
	en milliards de dollars EU							
1983	-24,6	-11,0	- 1,2	- 2,6	0,8	-14,4	- 8,2	- 6,2
1984	-46,4	-33,3	- 5,0	-14,4	- 2,8	-10,3	- 1,0	- 9,5

Un rapide coup d'œil à la répartition géographique des échanges montre que les modifications sensibles, indiquées dans le tableau précédent, intervenues d'une année sur l'autre dans la balance commerciale vis-à-vis des divers groupes de pays ont été dues à la forte croissance, l'an dernier, des importations de produits manufacturés aux Etats-Unis. Alors qu'en 1983 l'essentiel de la contrepartie du déficit commercial total avait concerné les pays en développement, l'an dernier le déficit avec les pays industriels, le Japon en particulier, s'est accru de manière substantielle. En effet, l'augmentation totale de \$46,4 milliards en

1984 du déficit commercial s'est faite en quasi-totalité à l'égard des pays industriels et des économies en développement plus avancées d'Asie, ces deux groupes s'étant trouvés l'un et l'autre mieux placés pour satisfaire la demande, en rapide expansion, de produits manufacturés.

L'examen de l'évolution générale des flux de capitaux, résumée dans le tableau suivant, montre que l'accroissement record, l'an dernier, du déficit des paiements courants a été financé par une augmentation sensible des entrées de capitaux du secteur privé non bancaire et par la réapparition d'un important écart statistique, que l'on attribue essentiellement aux mouvements de capitaux non identifiés. Le solde des importations nettes de capitaux par les banques s'est pratiquement maintenu au même niveau qu'en 1983.

Etats-Unis: balances résumées des opérations en capital, 1983-84

Postes	1983	1984				
		année	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en milliards de dollars EU						
Solde des mouvements de capitaux . . . . .	37,6	102,1	23,3	26,1	35,1	17,7
Flux de capitaux identifiés . . . . .	28,3	72,1	16,1	22,3	21,5	12,2
Capitaux du secteur privé non bancaire (chiffres nets) . . . . .	9,4	57,0	7,3	22,9	11,6	15,1
Opérations en capital du gouvernement américain (chiffres nets) . . . . .	- 4,8	- 5,1	- 1,9	- 0,8	- 1,6	- 0,8
Flux bancaires (chiffres nets) . . . . .	23,7	20,2	10,7	0,2	11,5	- 2,1
Ecart statistique . . . . .	9,3	30,0	7,2	3,8	13,6	5,5
Variations de la position monétaire officielle nette (= amélioration) . . . . .	3,9	- 0,5	- 3,7	- 1,4	- 1,5	6,0

La caractéristique la plus frappante des mouvements de capitaux a été le fait que les entrées de fonds du secteur privé non bancaire ont été multipliées par six, passant de \$9,4 milliards en 1983 à \$57 milliards en 1984. Cette évolution a été due en grande partie à l'augmentation marquée des entrées nettes de fonds émanant de non-résidents. En particulier, les achats nets de titres américains (à l'exclusion des actions) par des non-résidents ont triplé, ressortant à \$37,4 milliards, et les emprunts du secteur des entreprises américaines obtenus à l'étranger par divers autres canaux se sont élevés à \$20,3 milliards. En revanche, les balances des investissements directs et des acquisitions d'actions n'ont que peu varié.

La vive demande de titres américains, sous forme d'obligations du Trésor des Etats-Unis et d'autres obligations, peut être attribuée à plusieurs facteurs, le premier étant incontestablement les considérations de taux d'intérêt. A titre d'exemple, en 1984, les taux de rendement des obligations du secteur public des Etats-Unis ont été en moyenne supérieurs de 4½ et 5½ points respectivement à ceux des obligations allemandes et japonaises du secteur public. En outre, malgré le rétrécissement des écarts de taux au dernier trimestre de 1984, la demande d'obligations a été sans conteste stimulée par les anticipations de plus-values résultant d'une nouvelle baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis. Un

Etats-Unis: flux de capitaux identifiés du secteur privé non bancaire, 1983-84

Postes	1983	1984				
		année	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
	en milliards de dollars EU					
Investissements directs (chiffres nets) <sup>1</sup> . . . . .	- 4,3	1,0	- 4,8	2,2	2,9	0,6
Autres investissements sous forme d'actions (chiffres nets) . . . . .	2,4	- 1,7	1,6	- 0,0	- 1,7	- 1,5
Obligations et autres titres (chiffres nets) . . . . .	13,4	37,4	3,3	9,8	8,5	16,0
Obligations étrangères . . . . .	- 3,7	- 3,7	0,3	- 0,8	- 0,6	- 2,5
Titres du Trésor des Etats-Unis . . . . .	8,7	22,5	1,4	6,5	5,1	9,5
Autres obligations américaines <sup>2</sup> . . . . .	8,4	18,6	1,6	4,1	4,0	9,0
Autres capitaux du secteur privé non bancaire (chiffres nets) <sup>3</sup> . . . . .	- 2,1	20,3	7,2	10,9	1,9	0,0
Total . . . . .	9,4	57,0	7,3	22,9	11,6	15,1
<i>Avoirs américains à l'étranger</i> . . . . .	-24,1	-10,2	- 3,6	- 0,5	1,2	- 7,3
<i>Avoirs étrangers aux Etats-Unis</i> . . . . .	33,5	67,2	10,9	23,4	10,4	22,4

<sup>1</sup> A l'exclusion des flux interentreprises et des autres transactions entre les entreprises américaines et leurs sociétés financières aux Antilles néerlandaises. <sup>2</sup> Obligations américaines autres que les titres du Trésor des Etats-Unis, plus produit net des ventes d'euro-obligations versé aux entreprises américaines par leurs sociétés financières aux Antilles néerlandaises. <sup>3</sup> Comprend les transactions résiduelles avec les sociétés financières aux Antilles néerlandaises, les autres flux interentreprises et les variations des créances nettes sur des sociétés étrangères non affiliées.

deuxième facteur expliquant cette évolution a été la modification intervenue au deuxième trimestre, sous l'effet des difficultés rencontrées par certaines banques américaines, des préférences des investisseurs, qui se sont détournés des certificats de dépôt au profit de titres d'Etat exempts de risques. Troisièmement, l'abolition de la retenue à la source aux Etats-Unis, appliquée sur les intérêts versés aux détenteurs non résidents de titres émis après la mi-juillet, a également accru l'attrait des titres américains pour les non-résidents. De plus, cette mesure a annihilé, en grande partie, les avantages fiscaux dont sont assorties les émissions euro-obligataires effectuées par le biais de sociétés financières créées par les entreprises américaines aux Antilles néerlandaises. De ce fait, le flux des produits nets des ventes d'obligations versés aux entreprises américaines par ces sociétés financières s'est pratiquement tari au second semestre de 1984, cependant que les cessions directes d'euro-obligations ont contribué de manière notable aux entrées records de capitaux enregistrées durant cette période sous la rubrique des titres de sociétés. Enfin, la libéralisation des réglementations financières au Japon, ces dernières années, a vraisemblablement constitué une incitation à l'acquisition de titres américains.

Le tableau suivant indique que les entrées bancaires nettes aux Etats-Unis se sont contractées de \$3,5 milliards l'an dernier, pour s'établir à \$20,2 milliards, une forte décélération de la croissance tant des créances que des engagements ayant résulté des transactions pour compte propre en dollars réalisées par les banques. Du côté des emplois, le ralentissement s'explique surtout par l'inflexion entre 1983 et 1984 de l'octroi brut de prêts au secteur non bancaire étranger, un accroissement de \$13,7 milliards ayant fait place à une réduction de \$1,2 milliard. Ce retournement a été dû pour l'essentiel à une nouvelle diminution marquée de l'octroi de crédits aux pays en développement non membres

de l'OPEP, qui n'ont obtenu l'an dernier que \$3,2 milliards d'argent frais, y compris les prêts consentis en liaison avec des programmes de stabilisation ou des accords de rééchelonnement. Le ralentissement de l'expansion des engagements extérieurs des banques est imputable à la quasi-interruption, l'an dernier, des emprunts des banques américaines auprès de leurs succursales à l'étranger, qui avaient représenté environ la moitié du montant total des entrées bancaires brutes en 1983.

Etats-Unis: flux bancaires, 1983-84

Postes	1983	1984				
		année	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en milliards de dollars EU						
Flux bancaires (chiffres nets) . . . . .	23,7	20,2	10,7	0,2	11,5	- 2,1
Variations des créances . . . . .	-25,4	- 7,3	2,0	-20,6	16,9	- 5,6
Transactions pour compte propre en dollars avec . . . . .	-31,8	- 7,3	4,3	-20,7	13,7	- 4,6
les propres établissements à l'étranger . . . . .	-16,7	- 9,3	- 1,5	- 9,6	6,2	- 4,4
les autres banques . . . . .	- 1,4	0,8	3,8	- 8,6	6,9	- 1,3
le secteur non bancaire . . . . .	-13,7	1,2	2,0	- 2,5	0,6	1,1
Autres transactions* . . . . .	6,4	- 0,0	- 2,3	0,1	3,2	- 1,0
Variations des engagements . . . . .	49,1	27,6	8,8	20,8	- 5,4	3,4
Transactions pour compte propre en dollars avec . . . . .	48,9	24,5	8,2	19,0	- 5,5	2,8
les propres établissements à l'étranger . . . . .	25,6	2,1	1,5	10,8	-10,8	0,6
les autres banques . . . . .	9,9	14,4	4,2	5,1	3,0	2,2
le secteur non bancaire . . . . .	13,4	7,9	2,5	3,1	2,3	0,0
Autres transactions* . . . . .	0,2	3,1	0,6	1,8	0,1	0,6

\* Comprennent les transactions en monnaies étrangères, les créances extérieures de la clientèle résidente des banques et les engagements des banques au titre des valeurs en garde.

La physionomie des flux bancaires américains en 1984 a été affectée, comme l'examine de manière plus détaillée le Chapitre VI, par trois principaux développements. Premièrement, l'élargissement progressif jusqu'à juillet 1984 de l'écart de taux d'intérêt à court terme entre le dollar et les autres grandes monnaies, qui a fortement stimulé durant cette période les apports de fonds aux banques situées aux Etats-Unis. Deuxièmement, les importantes sorties brutes au deuxième trimestre (qui se sont inversées par la suite), qui ont correspondu à la compensation, par les banques américaines, des retraits sur dépôts en dollars subis par leurs établissements à l'étranger, à la suite de craintes liées aux risques de pertes sur prêts nationaux de certaines banques américaines. En outre, d'importantes sorties de fonds se sont produites au profit de consortiums de banques étrangères, en liaison avec le financement d'opérations de grande envergure d'offres publiques d'achat d'entreprises aux Etats-Unis. Troisièmement, vers la fin de l'année, des considérations de risque et de taux d'intérêt paraissent avoir incité les investisseurs étrangers à délaisser les dépôts bancaires pour des placements sur les marchés américains des valeurs mobilières.

Un bref examen de la répartition des flux de capitaux identifiés entre Etats-Unis et grandes régions (voir tableau ci-dessous) montre qu'au cours des deux dernières années la majeure partie des flux nets vers les Etats-Unis (à l'exclusion des transactions du gouvernement américain et des variations des avoirs et engagements officiels) a émané des pays industriels, essentiellement d'Europe occidentale. Le fait le plus frappant toutefois a été l'émergence du Japon en tant que gros fournisseur de fonds aux Etats-Unis. Le montant total des flux nets du Japon vers les Etats-Unis s'est renforcé de \$2 milliards en 1983 à \$12,4 milliards en 1984, mouvement qui a représenté un quart de l'accroissement du montant total des entrées nettes de capitaux identifiées figurant dans le tableau. Cette modification a été due en quasi-totalité à de nouveaux placements de non-résidents, sous la forme principalement d'investissements de portefeuille. Il y a également eu une augmentation très importante, de \$6,5 milliards en 1983 à \$26,3 milliards en 1984, des entrées nettes de capitaux en provenance des pays non industrialisés. Si cette variation a correspondu en grande partie à une diminution des investissements des résidents américains dans ces pays, la persistance de l'attrait du dollar a cependant incité les non-résidents à placer des montants notables auprès des banques situées aux Etats-Unis et en valeurs américaines.

Etats-Unis: répartition géographique des flux de capitaux identifiés, 1983-84

Postes	Total		Europe occidentale		Japon <sup>1</sup>		Autres pays industriels <sup>1,2</sup>		Autres pays	
	1983	1984	1983	1984	1983	1984	1983	1984	1983	1984
	en milliards de dollars EU									
Secteur privé non bancaire des Etats-Unis (chiffres nets) . . . . .	0,7	34,5	2,8	12,9	2,9	3,1	- 4,5	8,0	- 0,5	10,5
Reste du secteur privé (chiffres nets) <sup>3</sup>	32,4	42,7	18,6	17,8	- 0,9	9,3	7,7	- 0,2	7,0	15,8
Total . . . . .	33,1	77,2	21,4	30,7	2,0	12,4	3,2	7,8	6,5	26,3

<sup>1</sup> Chiffres en partie estimés.    <sup>2</sup> Afrique du Sud, Australie, Canada et Nouvelle-Zélande.    <sup>3</sup> Flux bancaires américains (chiffres nets) et acquisitions nettes de titres du Trésor des Etats-Unis par les non-résidents.

Les entrées de fonds non identifiées mises en évidence par la réapparition d'un écart statistique positif très élevé dans la balance des paiements courants des Etats-Unis ne peuvent pas, par définition, être attribuées avec certitude à des catégories bien définies d'opérations en capital. Toutefois, deux des principales sources d'entrées de capitaux aux Etats-Unis l'an dernier – acquisition par les non-résidents de titres américains et emprunts à l'étranger des entreprises américaines – sont des postes qui n'apparaissent pas avec une très grande précision dans les statistiques de la balance des paiements, et il est donc possible qu'une partie de ces entrées n'ait pas été identifiée comme telles.

Pour la seconde année consécutive, l'important déficit des paiements courants a été entièrement financé par l'acquisition de créances nettes sur les Etats-Unis par des non-résidents du secteur privé, et le taux de change effectif du dollar s'est apprécié de 14% au cours des deux dernières années. Cela indique que les entrées de capitaux ont revêtu un caractère «autonome» et qu'elles ont

elles-mêmes contribué au déficit des paiements courants en faisant monter le dollar. La modification sensible de l'importance relative des entrées bancaires à court terme et des entrées non bancaires à long terme entre 1983 et 1984 pourrait signifier que le financement du déficit des paiements courants a été assuré l'an dernier sur une base moins instable et potentiellement plus durable. Cette conclusion ne se justifie toutefois que dans la mesure où les achats nets de titres américains traduisent un processus d'ajustement de portefeuilles. Les entrées enregistrées l'an dernier au titre des investissements de portefeuille peuvent être attribuées, pour une certaine partie, à une telle restructuration de portefeuille, et ce processus peut fort bien se poursuivre pendant quelque temps. En général, cependant, l'acquisition de titres étrangers est motivée par les mêmes considérations que celles qui valent pour les autres opérations internationales privées en capital, à savoir l'évaluation de la rémunération relative des actifs libellés dans les différentes monnaies. Le solde des transactions sur ces titres, négociables, peut se renverser de façon aussi rapide et ample que les flux résultant des opérations sur actifs à court terme. En outre, la moitié de la contrepartie du déficit des paiements courants des Etats-Unis en 1984 a pris la forme de flux bancaires notoirement instables et de mouvements de capitaux non identifiés; de plus, le secteur des entreprises américaines a bénéficié d'importantes entrées nettes, dont les fluctuations sont principalement liées à l'évolution de la demande de crédit et des conditions d'emprunt sur les marchés intérieurs et internationaux des capitaux.

La prépondérance d'entrées de capitaux, facilement réversibles, vers les Etats-Unis en 1984 ne signifie pas que de futurs déficits des paiements courants, qui de toute façon ne pourraient pas être rapidement réduits, ne puissent pas être financés aussi facilement que par le passé ou, en tout cas, sans une modification radicale des conditions des marchés des changes et des capitaux. Dans le même temps, cependant, la persistance d'un énorme déficit des paiements courants aux Etats-Unis pourrait affecter de plus en plus la confiance des agents économiques dans les placements en dollars, ce qui risquerait d'influencer rapidement l'opinion du marché sur l'évolution de la monnaie américaine. Dans ce cas, une modification sensible des taux d'intérêt et des taux de change relatifs pourrait s'avérer nécessaire pour amener les investisseurs privés à continuer d'accroître de manière substantielle leurs stocks d'actifs libellés en dollars.

L'évolution de la balance des paiements du *Japon* en 1984 a été, d'une manière générale, le reflet de celle qui est intervenue aux Etats-Unis. Non seulement les balances des paiements courants et des mouvements de capitaux des deux pays ont connu de profondes variations dans des directions opposées, mais, en outre, une part importante des évolutions des comptes extérieurs de chaque pays a eu sa contrepartie directe dans ceux de l'autre. L'excédent des paiements courants du Japon s'est renforcé l'an passé, de plus de \$ 14 milliards, pour s'établir à un nouveau record de \$ 35 milliards. Du fait surtout de l'accroissement des revenus nets du capital, le déficit des transactions invisibles a fléchi de \$ 1,3 milliard. Le gonflement du solde des transactions courantes a cependant été dû pour l'essentiel à la vive augmentation de l'excédent commercial.

L'accroissement des exportations nettes de marchandises, de \$31,5 milliards en 1983 à \$44,4 milliards en 1984, a été en partie imputable à une amélioration de 2½% des termes de l'échange, mais il a surtout reflété l'évolution en volume des échanges commerciaux. La croissance du volume des exportations a pratiquement doublé, ressortant à 16%, et a ainsi été supérieure de quelque cinq points pour la seconde année de suite à l'expansion des marchés d'exportation japonais, malgré l'appréciation de 6% au cours des deux dernières années du taux de change effectif réel du yen. Cependant, cette variation moyenne a masqué une dépréciation réelle de 3% à l'égard du dollar, qui a été compensée, et au-delà, par une hausse de 13% vis-à-vis des grandes monnaies européennes. Les ventes aux Etats-Unis, qui représentent à elles seules un tiers des exportations japonaises, se sont accrues, selon les estimations, d'environ 70% en volume durant les deux dernières années, soit à un rythme presque deux fois aussi rapide que la croissance de la demande réelle d'importations aux Etats-Unis. Les ventes à l'Europe ont été nettement moins dynamiques, avec une progression de près de 20% en volume. Néanmoins, il s'agit là d'un accroissement beaucoup plus prononcé que l'expansion du volume des importations des pays européens et qui reflète un gain notable de parts de marchés.

Les résultats extraordinaires des exportateurs japonais s'expliquent en partie par l'avantage concurrentiel dont le secteur industriel japonais a bénéficié par suite d'une adaptation structurelle aux variations des prix relatifs et du fait des progrès techniques réalisés durant la dernière décennie. L'efficacité du redéploiement de la production industrielle, qui a délaissé la transformation des matières premières de base pour la fabrication de biens à plus forte valeur ajoutée et de haute technologie, spécialement dans le secteur de l'électronique, est devenue particulièrement évidente au cours des deux dernières années, pendant lesquelles les producteurs japonais ont été en mesure de répondre de manière vigoureuse à un essor de la demande étrangère, qui a certainement été nettement plus forte pour les produits de haute technologie que la croissance globale des importations des partenaires commerciaux du Japon.

L'évolution de la composition par groupe de marchandises des exportations du Japon fait clairement ressortir l'influence des adaptations structurelles qui ont permis aux exportateurs japonais de s'introduire sur des marchés de développement récent et plus actifs de produits spécifiques. Le tableau suivant montre que l'augmentation de \$31,3 milliards des exportations au cours

Japon: évolution des échanges par groupe de marchandises, 1983-84\*

Années	Exportations			Importations				
	Total	Machines et outillages	Divers	Total	Matières premières	Combustibles minéraux	Produits manufacturés	Produits alimentaires
en milliards de dollars EU								
1983	8,1	9,0	- 0,9	- 5,5	- 0,7	- 6,7	1,5	0,4
1984	23,2	20,2	3,0	10,1	1,3	1,4	6,3	1,1

\* Statistiques douanières; importations c.a.f.

des deux années passées peut être attribuée en quasi-totalité aux ventes de machines et d'outillages, qui se sont accrues de 32% depuis 1982 et dont la part dans le montant total des exportations de biens manufacturés s'est élargie de 72% en 1982 à 77% en 1984. En revanche, les exportations de biens plus traditionnels, tels que les produits textiles et chimiques, n'ont progressé que modérément ou, dans le cas, par exemple, des produits métalliques, ont diminué.

Les variations de la valeur en dollars des échanges par région, indiquées dans le tableau suivant, montrent que \$23,6 milliards, soit 75% de l'augmentation totale des ventes à l'étranger durant les deux dernières années, ont concerné le marché des Etats-Unis. La valeur des exportations à destination de l'Asie du Sud-Est s'est gonflée de 28%, alors que les ventes à l'Europe ont enregistré une augmentation comparativement modeste de 11% du fait de deux facteurs: une demande relativement stagnante dans cette région et la vigueur relative du yen par rapport aux grandes monnaies européennes.

Japon: variations dans la répartition géographique des échanges, 1983-84<sup>1</sup>

Années et postes	Total général	Pays industriels				Pays en développement				Europe de l'Est
		Total	Etats-Unis	Europe occidentale	Divers	Total	Asie du Sud-Est <sup>2</sup>	Moyen-Orient	Divers	
en milliards de dollars EU										
Exportations										
1983 . . . . .	8,1	8,6	6,5	1,5	0,6	0,4	4,1	0,2	- 3,9	- 0,9
1984 . . . . .	23,2	19,9	17,1	0,9	1,9	4,0	4,6	- 3,0	2,4	- 0,7
Importations										
1983 . . . . .	- 5,5	0,9	0,5	0,9	- 0,5	- 6,3	- 2,2	- 4,0	- 0,1	- 0,1
1984 . . . . .	10,1	5,4	2,2	2,0	1,2	4,6	4,8	- 0,7	0,5	0,1

<sup>1</sup> Statistiques douanières; importations c.a.f.    <sup>2</sup> Comprend la République populaire de Chine.

La croissance en volume des importations s'est également fortement accélérée, passant d'un peu plus de 1% en 1983 à quelque 11% en 1984. Le volume des achats à l'étranger de matières premières et de combustibles minéraux s'est accru de 4% et 8% respectivement, mais l'augmentation la plus forte (20%) a porté sur les produits manufacturés. L'expansion en volume des matières premières et des combustibles minéraux est intervenue essentiellement au premier semestre et a surtout traduit un mouvement de reconstitution des stocks. Au second semestre, lorsque la demande interne est devenue l'élément moteur de la reprise, les importations de produits manufacturés ont rapidement augmenté. Cette évolution en cours d'année a confirmé la tendance observée depuis quelque temps dans la composition des achats à l'étranger, les produits manufacturés prenant une part croissante au détriment des matières premières et des combustibles minéraux. De ce fait, la part de ces deux dernières catégories dans le total des importations s'est encore réduite en 1984, revenant à 59%, contre 64% deux ans auparavant. Par région, l'augmentation des importations a été, à parts pratiquement égales, le fait des pays industriels et des pays en développement d'Asie du Sud-Est.

L'accroissement de l'excédent des paiements courants en 1984 a été presque totalement compensé par l'augmentation de \$13,4 milliards des sorties nettes de capitaux du Japon, et la position monétaire officielle nette s'est améliorée de \$2,4 milliards.

Si la forte propension à l'épargne au Japon a été principalement à l'origine de son rôle traditionnel d'exportateur net de capitaux — sauf à de brèves périodes, le solde des mouvements de capitaux est négatif depuis le début des années soixante-dix — l'augmentation marquée et, parallèlement, les modifications dans la composition des sorties en 1984 ont traduit l'influence de deux autres facteurs. Tout d'abord, pendant toute l'année, les taux d'intérêt internes ont été nettement inférieurs aux taux des actifs libellés en dollars EU et, durant la majeure partie de l'année, l'écart de taux s'est élargi de manière substantielle en faveur des placements en dollars. Ensuite, un certain nombre de mesures ont été prises à la fin de 1983 et au début de 1984 pour libéraliser davantage le marché financier du Japon, ce qui a, au total, encore stimulé les exportations nettes de capitaux.

Japon: mouvements de capitaux, 1983-84

Postes	1983	1984				
		année	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en milliards de dollars EU						
Solde des mouvements de capitaux . . . . .	-21,3	-36,9	- 4,2	- 8,8	-11,0	-12,9
Capitaux à long terme (chiffres nets) . . . . .	-17,7	-49,8	- 5,8	-14,3	-12,4	-17,3
Capitaux de résidents . . . . .	-32,5	-56,9	- 9,4	-13,7	-14,3	-19,5
<i>dont:</i>						
<i>investissements directs à l'étranger</i>	- 3,6	- 6,0	- 1,6	- 1,8	- 1,4	- 1,2
<i>crédits commerciaux</i> . . . . .	- 2,6	- 5,1	- 1,2	- 1,0	- 1,2	- 1,7
<i>prêts</i> . . . . .	- 8,4	-11,9	- 2,5	- 2,7	- 4,6	- 2,1
<i>titres</i> . . . . .	-16,0	-30,8	- 3,9	- 6,6	- 6,8	-13,6
Capitaux de non-résidents . . . . .	14,8	7,1	3,6	- 0,6	1,9	2,2
<i>dont:</i>						
<i>titres</i> . . . . .	8,5	- 0,2	1,7	- 2,9	- 0,0	1,1
<i>obligations extérieures</i> . . . . .	5,7	7,4	1,9	2,1	2,2	1,1
Capitaux à court terme (chiffres nets) . . . . .	- 3,6	12,9	1,6	5,5	1,4	4,4
<i>dont:</i>						
<i>flux bancaires</i> . . . . .	- 3,6	17,6	3,7	5,5	3,4	5,0
Erreurs et omissions . . . . .	2,1	4,3	0,0	- 0,9	2,4	2,8
Variations de la position monétaire officielle nette (= amélioration) . . . . .	- 1,6	- 2,4	- 0,6	- 0,3	- 0,1	- 1,4

Comme indiqué dans le tableau précédent, la caractéristique la plus frappante a été la vive augmentation des acquisitions de titres étrangers par les résidents (\$16 milliards en 1983 et \$30,8 milliards en 1984). Ces placements ont été effectués en totalité sous forme d'obligations, dont environ 15% en obligations étrangères émises sur le marché japonais. Outre les incitations émanant de la rémunération élevée des titres étrangers, les sorties de capitaux au titre des investissements de portefeuille paraissent avoir été encouragées par les mesures récentes facilitant l'accès des non-résidents au marché financier japonais. Plus

importante peut-être a été la libéralisation des mouvements de capitaux à la fin de 1980, qui a offert aux gros investisseurs institutionnels la possibilité de diversifier leurs portefeuilles. Bien que certaines règles de discipline financière limitent à 10% du portefeuille la part des placements en titres libellés en monnaies étrangères, la croissance rapide des emplois a permis aux compagnies d'assurance-vie et aux banques de gestion de patrimoine d'étoffer de manière substantielle leurs avoirs en titres étrangers. Ainsi, durant la période de douze mois se terminant en octobre 1984, les compagnies d'assurance-vie ont accru de \$8,6 milliards leurs achats de titres étrangers, alors que les banques de gestion de patrimoine ont renforcé leurs stocks de \$6 milliards en 1984.

En plus des importantes sorties de fonds au titre d'investissements de portefeuille de la part des résidents, les investissements directs à l'étranger se sont renforcés de \$2,4 milliards, en raison notamment des transferts de production dans les autres pays effectués pour contrecarrer les pressions protectionnistes à l'étranger; en outre, les nouveaux crédits commerciaux à long terme ont pratiquement doublé, pour atteindre \$5,1 milliards, sous l'effet de considérations de taux d'intérêt et de la reprise du commerce mondial. Les prêts à long terme – pour l'essentiel des prêts bancaires libellés en yens – ont augmenté de \$3,5 milliards, à cause notamment de l'attrait de taux d'intérêt internes relativement faibles, mais également par suite de la suspension, à partir de septembre 1983, de l'application des directives permettant au ministère japonais des Finances de surveiller les prêts à l'étranger, puis de leur suppression le 1er avril 1984.

Les placements de fonds à long terme au Japon des non-résidents revêtent traditionnellement la forme d'investissements de portefeuille. La réduction observée à ce titre, de \$14,2 milliards en 1983 à \$7,2 milliards en 1984, a été due en totalité à des liquidations massives de valeurs mobilières à revenu variable. Les statistiques font état de ventes nettes d'actions de \$7,2 milliards par des non-résidents en 1984. Par contre, les entrées résultant de cessions d'obligations extérieures se sont accrues de \$1,7 milliard, pour ressortir à \$7,4 milliards en 1984, en partie à cause de l'assouplissement des directives sur l'émission d'obligations libellées en monnaies étrangères et assorties de swaps en yens, qui a pris effet le 1er avril 1984 et a incité les entreprises japonaises à intensifier leur activité d'émission.

Les importantes sorties de capitaux à long terme ont été compensées dans une certaine mesure par des entrées bancaires nettes à court terme; celles-ci ont provoqué un retournement de la balance des capitaux à court terme, \$3,6 milliards de sorties nettes en 1983 ayant fait place à \$12,9 milliards d'entrées nettes en 1984. Ces apports nets peuvent avoir été stimulés par l'accroissement de la demande de crédit interne et la suppression des dispositions limitant les conversions par les banques de monnaies étrangères en yens.

### **Evolution des balances des paiements dans les autres pays du Groupe des Dix**

Les variations des balances des paiements courants des autres pays du Groupe des Dix en 1984 ont revêtu une ampleur bien moindre que dans le cas

des Etats-Unis et du Japon. En général, les soldes des paiements courants ont eu tendance à se renforcer l'an dernier, tout particulièrement en France, avec cependant des détériorations assez marquées au Royaume-Uni et en Italie.

En ce qui concerne les balances commerciales, comme indiqué précédemment, la croissance en volume s'est fortement accélérée en 1984 et l'augmentation en volume des exportations de la plupart des pays a été nettement supérieure à celle des importations. L'incidence de cette évolution favorable a cependant été en grande partie compensée par la baisse des valeurs unitaires en dollars, résultant de l'appréciation de la monnaie américaine, de sorte que la valeur des échanges en dollars courants n'a guère varié. L'expansion rapide du volume des ventes à l'étranger a généralement été due à l'accélération de la croissance des marchés d'exportation et aux gains de compétitivité internationale, qui ont favorisé en particulier les ventes aux Etats-Unis et, à un degré moindre, au Japon. Le gonflement du volume des achats à l'étranger a été imputable dans une large mesure à la reprise de l'activité économique.

En France, la balance des paiements courants s'est améliorée de \$4,3 milliards en 1984 et est devenue équilibrée. La variation a porté en quasi-totalité sur la balance commerciale, dont le déficit a fléchi sous l'influence surtout d'une action de freinage de la demande interne. Le volume des importations ne s'est accru que de 2½%, soit beaucoup moins que dans les autres pays du Groupe des Dix. L'augmentation de 5½% du volume des ventes à l'étranger ne s'est pas fait au rythme de la croissance des marchés d'exportation, en raison surtout de pertes de compétitivité vis-à-vis de certains partenaires commerciaux de la CEE. Le renforcement de la balance commerciale a également été principalement à l'origine de l'amélioration, à hauteur de \$1 milliard environ, de la position des paiements courants des Pays-Bas, de la Belgique et de la Suède. L'excédent des transactions courantes des Pays-Bas s'est élevé à \$4,8 milliards et a été, par rapport au PNB, le plus élevé de tous les pays du Groupe des Dix. En Belgique et en Suède, de faibles excédents des paiements courants ont été dégagés, pour la première fois depuis le milieu des années soixante-dix.

En Allemagne et en Suisse, les augmentations, de \$1,8 milliard et \$0,2 milliard respectivement, de l'excédent des paiements courants ont reflété surtout la variation du solde des transactions invisibles, due à l'évolution des revenus d'investissement. Ces deux pays ont cependant enregistré une vive amélioration en volume de leur balance commerciale, qui a presque entièrement compensé l'incidence de la détérioration des termes de l'échange. En Allemagne, le volume des exportations s'est accru de 9%, traduisant une certaine augmentation de la pénétration sur les marchés des principaux partenaires commerciaux, en particulier aux Etats-Unis, où, en valeur, les ventes sont montées en flèche, de près de 28%. Les importations se sont gonflées de 5% en volume, mais leur expansion s'est ralentie en cours d'année. L'excédent commercial désaisonnalisé s'est renforcé de \$3,2 milliards d'un semestre sur l'autre.

Au Canada, le solde positif des paiements courants n'a pratiquement pas varié, l'augmentation de \$1,7 milliard de l'excédent commercial ayant contrebalancé, et au-delà, l'élargissement de \$1,6 milliard du déficit des transactions

invisibles. L'amélioration de la balance commerciale a été due pour beaucoup à la reprise aux Etats-Unis, qui a stimulé en particulier les échanges bilatéraux de véhicules à moteur et de pièces détachées. La vive progression de ces échanges est principalement à l'origine de l'expansion de 22% et 20% respectivement du volume des ventes et des achats à l'étranger.

Deux grands pays européens du Groupe des Dix, le *Royaume-Uni* et l'*Italie*, ont enregistré des détériorations marquées de leur position des paiements courants l'an dernier. L'excédent des transactions courantes du Royaume-Uni a disparu, en raison notamment des répercussions défavorables de la grève des mineurs sur les soldes des échanges pétroliers et non pétroliers. L'excédent au titre des échanges pétroliers a fléchi de \$0,7 milliard, et le déficit commercial sur les produits non pétroliers s'est élargi de \$3 milliards, détérioration imputable, pour une large part, à l'augmentation des importations nettes de produits manufacturés. Si la croissance en volume des ventes à l'étranger de produits manufacturés s'est vivement accélérée l'an dernier, pour atteindre 10%, elle a cependant été contrebalancée, et au-delà, par l'expansion de 11% du volume des importations, malgré l'amélioration de la situation conjoncturelle relative et la poursuite de la baisse du taux de change effectif réel de la livre sterling. En Italie, le solde des paiements courants est devenu déficitaire, à raison de \$3,1 milliards. Le vif essor de la demande interne a provoqué une augmentation de 9% du volume des achats à l'étranger, alors que les pertes de compétitivité internationale vis-à-vis des partenaires commerciaux européens ont limité la croissance du volume des exportations à 5%.

Le tableau de la page suivante présente les principales caractéristiques des mouvements de capitaux dans les pays du Groupe des Dix en 1983-84. Abstraction faite des Etats-Unis, on distingue deux groupes de pays. Le premier, celui des «pays exportateurs de capitaux», comprend le Japon, l'Allemagne, le Royaume-Uni, le Canada, les Pays-Bas et la Suisse, qui ont tous fait apparaître un excédent des paiements courants et d'importantes exportations nettes de capitaux durant les trois dernières années. Dans le second figurent les «pays importateurs de capitaux», caractérisés par un déficit des paiements courants et un recours aux emprunts à l'étranger durant cette période.

La vive augmentation des entrées de capitaux aux Etats-Unis en 1984 s'est accompagnée d'un accroissement marqué des sorties nettes de fonds à long terme dans certains autres pays du Groupe des Dix, compensé dans une certaine mesure, par des entrées nettes de capitaux à court terme. Alors que les variations des flux globaux de capitaux ont été dominées par l'évolution au Japon, examinée précédemment, on a toutefois observé également d'importants mouvements dans la même direction dans la balance des opérations en capital de certains des autres pays.

Les sorties nettes à long terme se sont sensiblement accrues au Royaume-Uni et en Allemagne l'an dernier. Au *Royaume-Uni*, elles sont passées de \$9,6 milliards à \$16,4 milliards d'une année sur l'autre, par suite surtout d'une forte augmentation, de \$3,7 milliards à \$9,3 milliards, des acquisitions nettes par les banques de «notes» à taux variable et autres instruments négociables. Les

Pays du Groupe des Dix: structure des flux de capitaux, 1983-84

Pays et postes	1983	1984
	en milliards de dollars EU	
Etats-Unis <sup>1</sup> . . . . .	37,6	102,1
Autres pays du Groupe des Dix . . . . .	-21,6	-42,3
Capitaux à long terme (chiffres nets) . . . . .	-38,3	-82,3
Pays exportateurs de capitaux <sup>2</sup> . . . . .	-43,8	-84,4
<i>dont: Japon</i> . . . . .	-17,7	-49,8
Pays importateurs de capitaux <sup>3</sup> . . . . .	5,5	2,1
Capitaux à court terme (chiffres nets) <sup>4</sup> . . . . .	16,7	40,0
Pays exportateurs de capitaux <sup>2</sup> . . . . .	5,1	31,9
<i>dont: Japon</i> . . . . .	- 1,5	17,2
Pays importateurs de capitaux <sup>3</sup> . . . . .	11,6	8,1

<sup>1</sup> Total des capitaux à long et à court terme, y compris l'écart statistique. <sup>2</sup> Japon, Royaume-Uni, Allemagne, Pays-Bas, Canada et Suisse. <sup>3</sup> France, Italie, Belgique et Suède. <sup>4</sup> Y compris le poste «Erreurs et omissions».

banques n'ont pratiquement pas accordé, l'an dernier, de prêts classiques à long terme en monnaies étrangères. Le processus d'ajustement de portefeuilles par le secteur non bancaire, qui avait été l'une des principales sources d'exportations de capitaux à long terme depuis la suppression du contrôle des changes en 1979, s'est notablement ralenti en 1984, les nouveaux achats nets de titres étrangers n'ayant atteint au total que \$2 milliards, soit un tiers environ de la moyenne de 1980-83. En outre, l'acquisition d'une filiale américaine par une compagnie pétrolière a contribué, tant au Royaume-Uni qu'aux Pays-Bas, à une augmentation sensible des sorties nettes de fonds au titre des investissements directs. En *Allemagne*, par contre, l'accroissement des sorties nettes de capitaux à long terme, qui sont passées de \$3,2 milliards en 1983 à \$4,7 milliards en 1984, a traduit la diminution de \$3,7 milliards des entrées nettes au titre des opérations de portefeuille, qui a compensé la baisse des autres exportations nettes de capitaux à long terme. Les achats de titres étrangers par les résidents se sont renforcés de \$1,2 milliard en 1984, tandis que les nouveaux placements des non-résidents en titres allemands se sont réduits de \$2,5 milliards. Toutes ces opérations ont reflété la diminution des acquisitions de «notes» émises par des emprunteurs officiels, cependant que les placements de non-résidents en obligations allemandes, sur lesquelles la retenue à la source a été abolie en 1984, ont légèrement augmenté par rapport à 1983.

Parmi les pays qui ont été importateurs de capitaux durant les trois dernières années, la *France* a enregistré le changement le plus sensible: les entrées nettes de capitaux à long terme, par le biais du secteur public essentiellement, ont fléchi parallèlement à la baisse, de \$5,5 milliards en 1983 à \$0,5 milliard en 1984, du déficit des paiements courants. En *Suède*, les entrées nettes provenant d'emprunts effectués à l'étranger par le gouvernement sont revenues de \$2,5 milliards en 1983 à un niveau voisin de zéro en 1984.

L'augmentation marquée des entrées nettes de capitaux à court terme dans les pays du Groupe des Dix autres que les Etats-Unis, bien qu'étant en partie attribuable au renversement des flux bancaires à court terme au Japon, a été due

essentiellement à l'accroissement de \$11,6 milliards de l'endettement en monnaies étrangères des banques situées au Royaume-Uni pour financer leurs acquisitions massives de «notes» à taux variable.

### **Evolution des balances des paiements dans les autres groupes de pays**

Les *pays développés extérieurs au Groupe des Dix* ont enregistré, l'an dernier, une nouvelle réduction, de \$3,1 milliards, de leur déficit global des paiements courants, ainsi ramené à \$11,2 milliards. Cette amélioration a été due en totalité à la balance commerciale et a traduit une évolution favorable des mouvements en volume. Pour l'ensemble du groupe, l'expansion du volume des ventes à l'étranger a doublé, pour se chiffrer à 10%. Dans le même temps, cependant, la reprise induite par les exportations dans de nombreux pays de ce groupe a favorisé l'accroissement rapide de la demande d'importations, qui, après s'être légèrement contractée en 1983, a atteint quelque 8% en volume en 1984.

Au sein de ce groupe, les progrès de loin les plus marqués ont été réalisés par l'Espagne, où la conjonction d'une modération de la demande interne et des effets différés d'une dépréciation du taux de change réel a provoqué un retournement, à hauteur de \$4,5 milliards, de la balance des paiements courants, qui a fait ressortir un excédent de \$2 milliards. Cette évolution est intervenue essentiellement au niveau de la balance commerciale, dont le déficit s'est réduit de \$3,4 milliards grâce à une expansion de 18% du volume des exportations, une progression modérée du volume des achats à l'étranger et une amélioration de 3% des termes de l'échange. Des développements sensiblement identiques, mais moins prononcés cependant, ont également entraîné une diminution de \$0,5 milliard du déficit des paiements courants du Portugal. En Norvège, l'excédent des transactions courantes s'est encore accru, de \$1,3 milliard, pour atteindre \$3,5 milliards, ce qui correspond à 6½% du PNB. Une très forte amélioration des termes de l'échange (+7%), due essentiellement à la baisse de la valeur unitaire des importations de la Norvège, a plus que compensé la légère détérioration en volume de l'excédent commercial. En Finlande, la faiblesse de la demande d'importations, conjuguée avec le dynamisme des marchés d'exportation dans les pays occidentaux, a été la principale raison de l'amélioration de \$0,9 milliard du solde des paiements courants.

La plus forte détérioration des transactions courantes a été enregistrée par l'Australie, dont le déficit s'est aggravé de \$2,2 milliards, pour ressortir à \$8 milliards, ce qui représente 4½% du PNB. Le volume des achats et des ventes à l'étranger a fortement augmenté, de 19% et de 17% respectivement, la vigueur de la demande interne ayant coïncidé avec une expansion rapide des marchés d'exportation. La détérioration en volume de la balance commerciale a été accentuée par une dégradation de 3% des termes de l'échange. En outre, la hausse des taux d'intérêt et l'augmentation du montant des engagements extérieurs nets ont accru de \$1,4 milliard le déficit des transactions invisibles.

Le montant total des entrées de capitaux dans ces autres pays développés en 1984 s'est maintenu à \$17,5 milliards, soit au même niveau que l'année précédente. L'amélioration de la position globale des paiements courants s'est

ainsi reflétée en totalité dans un renforcement correspondant des réserves officielles, qui se sont gonflées l'an dernier de \$6,5 milliards, contre \$3 milliards en 1983. Dans le même temps, l'endettement extérieur à l'égard des banques déclarantes de la BRI a été réduit de \$2 milliards, ce qui donne à penser que d'autres types d'entrées de capitaux ont augmenté de plus de \$6 milliards d'une année sur l'autre.

En *Europe de l'Est*, l'excédent combiné des paiements courants au titre des transactions en monnaies convertibles s'est de nouveau accru, selon les estimations, en 1984 (+\$2 milliards), pour s'établir à \$10 milliards. La progression des échanges avec les pays occidentaux à économie de marché, qui avaient été particulièrement dynamiques en 1983, s'est ralentie l'an dernier. Les ventes à l'étranger ont toutefois continué d'augmenter plus rapidement que les achats, et l'excédent commercial s'est renforcé de \$2 milliards, amélioration imputable à parts sensiblement égales à l'URSS et aux autres pays d'Europe de l'Est. Le déficit des transactions invisibles est demeuré pratiquement inchangé, l'incidence de la hausse des taux d'intérêt libellés en dollars sur la part de l'endettement total en cette monnaie ayant été largement compensée par les effets favorables de la baisse de l'endettement net total. Tout comme en 1983, la diminution de l'endettement net en monnaies convertibles a essentiellement pris la forme d'apports de fonds auprès des banques déclarantes de la BRI, qui, en données corrigées des variations de change, ont atteint \$4,2 milliards. Les créances des banques déclarantes sur les pays d'Europe de l'Est, qui avaient fléchi de \$1,3 milliard en 1983, se sont renforcées de \$0,5 milliard l'an dernier, du fait surtout de l'octroi de nouveaux prêts à l'URSS.

Le déficit des paiements courants des *pays en développement non membres de l'OPEP* a continué de diminuer en 1984, de \$13 milliards, pour s'établir à \$22 milliards. L'amélioration a été due en totalité à la balance commerciale, tandis que l'augmentation des paiements d'intérêts sur la dette extérieure a accru de \$4 milliards le déficit des transactions invisibles. Le solde négatif de \$20 milliards de la balance commerciale en 1983 a pratiquement été résorbé en 1984. Le volume des exportations s'est gonflé de 11½%, soit à un taux plus de deux fois supérieur à celui de 1983. La croissance en volume des importations s'est également accélérée l'an dernier, à 5%, contre 1% seulement l'année précédente.

Les différences existant d'un pays à l'autre dans la structure des ventes à l'étranger et dans la capacité d'adaptation rapide à l'expansion de la demande mondiale se sont traduites par une grande diversité dans les résultats des paiements courants en 1984 des deux groupes de pays en développement non membres de l'OPEP figurant dans le tableau suivant. Les pays d'Asie (y compris la Chine), qui pour beaucoup se sont dotés de structures de production de biens manufacturés plus élaborés, ont bénéficié d'une expansion de 14% en volume de leurs ventes à l'étranger, qui, conjuguée avec la faible hausse des prix moyens en dollars, a accru de \$27 milliards la valeur de leurs exportations. Leurs ventes aux Etats-Unis et à l'Australie ont — avec plus de 30% — augmenté de manière particulièrement rapide, mais leurs échanges interrégionaux et leurs exportations vers le reste du monde se sont également développés plus rapidement que

le commerce mondial en général. De même, leurs importations ont vivement progressé (+ \$18 milliards), par suite surtout d'une hausse de 8% en volume, mais elles sont cependant demeurées inférieures à l'augmentation impressionnante des ventes à l'étranger. Par voie de conséquence, le déficit commercial des pays d'Asie a été réduit de moitié, à \$8 milliards, mouvement qui s'est traduit, à raison des deux tiers, par une amélioration du solde des paiements courants.

En Amérique latine, zone des Caraïbes comprise, l'expansion des exportations en volume a pratiquement doublé, pour atteindre près de 8%, mais cette progression a été nettement inférieure à celle des pays d'Asie. Le volume des achats à l'étranger ne s'est accru que de 1½%, et l'amélioration correspondante, en termes réels, de la balance commerciale a été le facteur essentiel de la baisse de \$6 milliards du déficit des paiements courants, qui s'est chiffré à \$8 milliards. L'accroissement modeste du volume des importations contraste fortement toutefois avec la contraction de 40% du niveau des importations de ces pays au cours des deux années précédentes. Les variations de la balance globale des paiements courants de ce groupe ont été marquées par l'évolution survenue dans les deux plus grands pays. Au Brésil, le solde négatif des transactions courantes s'est de nouveau fortement amenuisé, de \$6,8 milliards en 1983 à \$0,7 milliard en 1984, les recettes d'exportations ayant progressé de \$5,1 milliards alors que les paiements au titre des importations ont fléchi de \$1,5 milliard. Les compressions des achats à l'étranger, qui sont intervenues dans le contexte d'une reprise de 4½% de la production interne, ont été grandement favorisées par la réduction de 25% du volume des importations de pétrole, rendue possible en grande partie par l'expansion de 40% de la production pétrolière nationale. En volume, les importations hors produits pétroliers n'ont guère varié. Au Mexique, les achats à l'étranger se sont accrus de 30%, pour s'élever à \$11,3 milliards. Les recettes d'exportations se sont gonflées de \$1,8 milliard, la faible progression des recettes pétrolières ayant été renforcée par l'expansion de 20% des ventes à l'étranger de produits manufacturés. Grâce à l'excédent

**Balances des paiements courants des pays en développement hors OPEP d'Asie et d'Amérique latine, 1982-84**

Zones	1982	1983	1984
	en milliards de dollars EU		
<b>Asie</b>			
Balance commerciale . . . . .	- 22	- 17	- 8
Exportations . . . . .	145	154	181
Importations . . . . .	-167	-171	-189
Transactions invisibles (chiffres nets) . . . . .	10	10	7
<i>dont: paiements d'intérêts</i> . . . . .	- 11	- 11	- 12
Balance des paiements courants . . . . .	- 12	- 7	- 1
<b>Amérique latine</b>			
Balance commerciale . . . . .	5	20	27
Exportations . . . . .	73	74	81
Importations . . . . .	- 68	- 54	- 54
Transactions invisibles (chiffres nets) . . . . .	- 40	- 34	- 35
<i>dont: paiements d'intérêts</i> . . . . .	- 35	- 31	- 32
Balance des paiements courants . . . . .	- 35	- 14	- 8

commercial de \$12,8 milliards, la balance des paiements courants a dégagé un solde positif confortable de \$4,1 milliards. Dans ces deux pays, cependant, il apparaît que la balance commerciale s'est détériorée au premier trimestre de 1985.

Par ailleurs, en Amérique latine, de même que dans les autres pays en développement, la situation n'a guère varié et, parallèlement à certains progrès des ventes à l'étranger, il n'a guère été possible, généralement, d'assouplir les politiques de modération des importations.

Pays en développement non membres de l'OPEP:  
financement du déficit des paiements courants (estimations), 1982-84

Postes	1982	1983	1984
	en milliards de dollars EU		
Déficit des paiements courants . . . . .	63	35	22
Accroissement des avoirs extérieurs . . . . .	26	24	28
dont: réserves en devises . . . . .	- 2	9	18
divers <sup>1</sup> . . . . .	28	15	10
Besoin de financement . . . . .	89	59	50
Investissements directs (chiffres nets) . . . . .	11	9	8
Accroissement des autres engagements extérieurs . . . . .	78	50	42
dont à l'égard de:			
créanciers officiels (long terme) . . . . .	28	34	28
(dont: tirages sur le FMI (chiffres nets)) . . . . .	(5)	(8)	(4)
banques <sup>2</sup> . . . . .	20	12	9
divers . . . . .	30	4	5
dont par échéance:			
long terme . . . . .	60	68	51
court terme . . . . .	18	-18	- 9

<sup>1</sup> Inclut le poste «Erreurs et omissions» de la balance des paiements.   <sup>2</sup> Banques déclarantes de la BRI.

Le montant total des besoins de financement extérieur des pays en développement non membres de l'OPEP, défini comme la somme du déficit des paiements courants, des accroissements notifiés des avoirs extérieurs (y compris les réserves officielles) et des sorties de capitaux non identifiées, a encore diminué, selon les estimations, revenant de \$59 milliards en 1983 à \$50 milliards en 1984. La ventilation des flux de financement par créancier et par échéance montre que les répercussions de la crise de l'endettement international ont continué de marquer de leur empreinte la configuration des flux de capitaux vers ces pays. Par catégorie de créanciers, un montant de \$28 milliards, soit les deux tiers du total des nouveaux prêts accordés à ces pays l'an dernier, a comporté des fonds à long terme fournis par des créanciers officiels (FMI compris). Cette proportion est deux fois supérieure à ce qu'elle avait été dans les années qui ont précédé la crise de l'endettement. Le reliquat d'un tiers, soit \$14 milliards, a consisté en emprunts nouveaux auprès des banques déclarantes de la BRI (\$9 milliards), ce qui représente une baisse par rapport aux \$12 milliards de l'année précédente, et en entrées d'autres capitaux privés (\$5 milliards), sous la forme essentiellement de crédits fournisseurs et de prêts d'institutions

financières ne faisant pas partie du système de déclaration de la BRI. La ventilation des prêts par échéance révèle que, tout comme l'année précédente, les entrées de fonds à long terme ont été en partie compensées par le remboursement de dettes à court terme. Cette évolution a résulté dans une large mesure des accords de rééchelonnement de dettes qui se sont traduits, pour la deuxième année de suite, par un allongement de l'échéance moyenne de l'endettement extérieur des pays en développement non membres de l'OPEP.

L'encours de l'endettement extérieur total de ces pays s'est accru de \$ 30 milliards en dollars courants, soit légèrement moins qu'en 1983, pour s'établir à plus de \$ 600 milliards. Selon les estimations, le total des paiements d'intérêts a augmenté de \$ 2 milliards, pour ressortir à \$ 51 milliards. Le taux d'intérêt moyen payé sur la dette extérieure est demeuré inchangé en 1984, malgré une augmentation de 1½ point des taux d'intérêt à six mois sur l'eurodollar. La proportion d'endettement à coût relativement faible émanant de sources publiques s'est gonflée l'an dernier, et de nombreux pays ont été en mesure de négocier des conditions plus favorables pour leur endettement auprès de bailleurs privés, soit dans le cadre d'emprunts normaux sur les marchés internationaux du crédit, soit dans celui d'accords de rééchelonnement de dettes. Etant donné que, dans le même temps, les recettes d'exportations des pays non membres de l'OPEP ont fortement augmenté, le rapport des paiements d'intérêts aux ventes à l'étranger de biens et services a fléchi pour la seconde année de suite, revenant de 15% en 1982 à 13% en 1984. Ces chiffres globaux masquent évidemment d'importantes différences entre les divers pays et régions du monde. Cependant, même en Amérique latine, où le rapport moyen des paiements d'intérêts aux recettes d'exportations est six fois supérieur à celui de l'Asie, cette mesure essentielle du poids de la dette a baissé de deux points en 1984.

*Etat du processus d'ajustement dans les pays en développement non membres de l'OPEP.* Tous les indicateurs de base font apparaître des progrès notables dans la consolidation de la situation de l'endettement international en 1984. La position globale des paiements courants des pays en développement non membres de l'OPEP s'est nettement améliorée et a permis à nombre d'entre eux d'assouplir, avec prudence, leurs politiques nationales restrictives, d'accroître leurs importations et de retrouver une croissance de la production interne. En outre, les problèmes de liquidités se sont atténués et les entrées de fonds dont a bénéficié le groupe considéré dans son ensemble ont permis un renforcement substantiel des réserves officielles.

Il n'en demeure pas moins que cette évolution encourageante pour l'ensemble du groupe s'explique essentiellement par les bons résultats obtenus par les économies dynamiques d'Asie qui ont réussi, pour la deuxième année de suite, à accroître leur part relative dans la production et le commerce mondiaux. Plusieurs autres pays du groupe ne sont pas encore certains de parvenir à une position extérieure satisfaisante. En Afrique et au Moyen-Orient, de nombreux pays n'ont pas été en mesure de profiter de façon significative de la reprise de la demande mondiale, et la faiblesse persistante des positions extérieures n'offre

pas de possibilités de relance de la demande interne. De même, en Amérique latine, l'amélioration enregistrée a concerné essentiellement le Brésil et le Mexique, et plusieurs pays n'ont toujours pas mis en œuvre des politiques de stabilisation interne. Enfin, même au Brésil et au Mexique, où un ajustement extérieur impressionnant a été réalisé durant les deux dernières années, deux évolutions pourraient compromettre le processus de consolidation. Premièrement, la progression substantielle des recettes d'exportations de ces deux pays a été due en quasi-totalité au redémarrage de la demande d'importations aux Etats-Unis, de sorte que la réalisation de nouveaux progrès dans l'ajustement extérieur deviendrait plus difficile en cas de ralentissement de l'activité économique aux Etats-Unis. Deuxièmement, étant donné que la correction des déséquilibres internes ne s'est pas faite au rythme de l'amélioration des comptes extérieurs, ces pays ne disposent pas encore des bases solides qui leur permettraient de retrouver une position extérieure satisfaisante.

Dans les *pays de l'OPEP*, le déficit combiné des paiements courants s'est réduit de \$21 milliards en 1983 à \$10 milliards en 1984. Le redressement a été dû pour plus de la totalité à une réduction des importations, qui se sont contractées de 11% en volume, soit légèrement moins qu'au cours de l'année précédente. La valeur des ventes à l'étranger s'est contractée pour la quatrième année de suite, revenant du niveau record de \$300 milliards en 1980 à \$173 milliards seulement en 1984, l'incidence de la baisse de 2½% en volume ayant été renforcée par la diminution des valeurs unitaires à l'exportation. Le fléchissement en volume s'est produit malgré une hausse de 1½% de la consommation mondiale de pétrole, reflétant essentiellement la première augmentation de la consommation dans les pays industriels depuis 1979, de sorte que la part de l'OPEP dans les approvisionnements mondiaux de pétrole s'est encore amenuisée, pour s'établir à 30%.

En raison de la faiblesse foncière du marché du pétrole en 1984, les pays de l'OPEP du Moyen-Orient à faible capacité d'absorption ont été contraints de réduire leur production pétrolière et de faire face à des pertes d'exportations de l'ordre de \$5 milliards. Dans le même temps, ces pays ont comprimé leurs importations de \$9 milliards, selon les estimations, et réduit de \$4 milliards leur déficit combiné des paiements courants, qui s'est amenuisé à \$3 milliards. Les autres pays de l'OPEP, également, ont diminué leurs achats à l'étranger et, grâce à une augmentation — faible — des recettes d'exportations, ils ont été en mesure d'abaisser de moitié le montant du déficit de leurs paiements courants, le ramenant ainsi à quelque \$7 milliards en 1984. L'amélioration la plus importante a été réalisée par le Nigeria, où les compressions d'importations, combinées avec une hausse des recettes d'exportations de pétrole, ont provoqué un retournement de la balance commerciale, un solde négatif de \$1,7 milliard en 1983 ayant fait place à un excédent de plus de \$2 milliards.

Le déficit des pays du Moyen-Orient a été financé essentiellement par prélèvements sur les réserves officielles, qui ont baissé de \$4,5 milliards environ en 1984. Par contre, dans les autres pays de l'OPEP, l'amélioration de la position des paiements courants s'est accompagnée d'un renforcement de \$2,5 milliards

des réserves officielles. Du fait de cette évolution favorable des paiements courants, les pays de l'OPEP en tant que groupe sont redevenus fournisseurs nets de fonds au système bancaire international. Après un fléchissement de \$23 milliards en 1983, ces pays ont accru de \$3,5 milliards, l'année dernière, leur position créditrice nette auprès des banques déclarantes, accroissement qui a essentiellement revêtu la forme de nouveaux dépôts de la part des pays qui ont enregistré les plus gros gains de réserves.

## VI. MARCHÉS INTERNATIONAUX DU CRÉDIT ET DES CAPITAUX

### Faits saillants

Après deux années de contraction, le montant global des nouveaux crédits acheminés par les marchés internationaux des capitaux s'est légèrement accru l'an dernier. Cette évolution a été due en totalité à la vive expansion du volume des émissions d'obligations internationales, sans que l'on note une reprise de la croissance tendancielle du crédit bancaire international. En outre, du fait de la participation croissante des banques aux marchés obligataires, non seulement en tant qu'intermédiaires, mais également en qualité d'emprunteurs et d'investisseurs, les frontières entre ces deux marchés se sont de plus en plus estompées.

On peut estimer, en chiffres nets des duplications d'écritures résultant des dépôts successifs de fonds entre les banques recensées, que les nouveaux crédits internationaux accordés par les banques de la zone déclarante de la BRI se sont élevés à \$85 milliards l'an dernier, soit pratiquement le même montant qu'en 1983. En revanche, le volume des émissions d'obligations internationales, après déduction des amortissements et rachats, a augmenté de plus de 40%, pour se chiffrer à quelque \$84 milliards. Si l'on exclut la part assez considérable due aux chevauchements entre les deux marchés, le montant global des nouveaux crédits ressort à \$145 milliards selon les estimations, ce qui représente un accroissement de \$15 milliards par rapport à 1983, mais demeure bien inférieur au précédent record de \$195 milliards en 1981.

L'activité de prêt internationale des banques a continué d'être caractérisée par ce qu'on pourrait appeler un clivage du marché. Les banques ont été réticentes à accroître spontanément leur engagement sur certains groupes de pays lourdement endettés, alors que, devant l'abondance de nouveaux fonds, il s'est formé un marché d'emprunteurs pour les prêts aux signatures de premier ordre dans les pays industriels et certaines parties du monde en développement. Cependant, dans la plupart des pays extérieurs à la zone déclarante ayant facilement accès aux crédits bancaires internationaux, l'amélioration des balances des paiements courants et des politiques d'emprunt plus prudentes ont maintenu la demande de crédit à un niveau faible. Malgré un montant substantiel de prêts «non spontanés» accordés sous l'égide des autorités dans le cadre de montages financiers, l'octroi total de crédits bancaires aux pays en développement et aux autres pays situés hors de la zone déclarante s'est ralenti et, sur une base avoirs moins engagements, ces pays sont devenus pour la première fois d'importants fournisseurs nets de nouveaux fonds aux banques déclarantes. L'accroissement du crédit bancaire international en 1984 reflète donc en grande partie de nouveaux prêts au sein de la zone déclarante et, en particulier, les flux abondants de capitaux acheminés vers les Etats-Unis.

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

	Flux corrigés de l'incidence des variations de change <sup>1</sup>					Stocks à fin 1984
	1980	1981	1982	1983	1984	
	en milliards de dollars EU					
Montant total des prêts internationaux des banques déclarantes <sup>2</sup> . . . . .	241,1	264,8	180,3	105,2	125,4	2.153,2
moins: duplications d'écritures résultant des dépôts successifs entre banques déclarantes . . . . .	81,1	99,8	85,3	20,2	40,4	888,2
<b>A = Prêts bancaires internationaux (chiffres nets)<sup>3</sup> . . . . .</b>	<b>160,0</b>	<b>165,0</b>	<b>95,0</b>	<b>85,0</b>	<b>85,0</b>	<b>1.265,0</b>
Emissions d'euro-obligations et d'obligations étrangères . . . . .	39,4	49,0	71,7	73,5	107,7	.
moins: amortissements et rachats . . . . .	11,4	12,5	13,2	14,5	23,7	.
<b>B = Financements sous forme d'obligations internationales (chiffres nets) . . . . .</b>	<b>28,0</b>	<b>36,5</b>	<b>58,5</b>	<b>59,0</b>	<b>84,0</b>	<b>410,0</b>
<b>A + B = Montant total des financements sous forme de prêts bancaires et d'obligations . . . . .</b>	<b>188,0</b>	<b>201,5</b>	<b>153,5</b>	<b>144,0</b>	<b>169,0</b>	<b>1.675,0</b>
moins: duplications d'écritures <sup>4</sup> . . . . .	8,0	6,5	8,5	14,0	24,0	85,0
<b>Montant total net des financements sous forme de prêts bancaires et d'obligations . . . . .</b>	<b>180,0</b>	<b>195,0</b>	<b>145,0</b>	<b>130,0</b>	<b>145,0</b>	<b>1.590,0</b>

<sup>1</sup> Les crédits bancaires en devises autres que le dollar sont convertis en dollars à taux de change constants en fin de trimestre, les obligations libellées en monnaies autres que le dollar le sont à taux de change de milieu de mois.  
<sup>2</sup> Jusqu'en 1983, la zone déclarante comprenait les banques situées dans les pays du Groupe des Dix, au Luxembourg, en Autriche, au Danemark et en Irlande, plus les succursales offshore des banques américaines sises aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Panama, à Hong Kong et à Singapour. A compter de 1984, elle inclut en outre l'Espagne, la Finlande et la Norvège ainsi que les banques non américaines exerçant une activité internationale aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Hong Kong et à Singapour, tous les établissements offshore à Bahrein et toutes les banques offshore opérant aux Antilles néerlandaises.  
<sup>3</sup> En plus des créances directes sur les utilisateurs finals, ces estimations couvrent un certain nombre de positions interbancaires: premièrement, des créances sur des banques sises à l'extérieur de la zone déclarante, 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 monnaie 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 l'étranger; une déduction est toutefois opérée pour tenir compte des fonds de roulement et d'autres postes semblables.  
<sup>4</sup> Obligations souscrites par les banques déclarantes, dans la mesure où elles figurent dans les statistiques bancaires comme créances sur des non-résidents; obligations émises par les banques déclarantes afin surtout d'étayer leurs activités internationales de crédit.

L'essor sans précédent des marchés d'obligations internationales, l'an dernier, a été dû à un certain nombre de facteurs: courbe des rendements nettement positive et, en liaison avec la dissipation des craintes suscitées par l'inflation, anticipations d'une baisse des taux d'intérêt à long terme; innovation et souplesse des marchés financiers; mesures de déréglementation et, en particulier, abolition aux Etats-Unis de la retenue à la source appliquée au revenu des titres américains détenus par des non-résidents; perception d'une sécurité moindre des dépôts bancaires par suite des problèmes de crédit rencontrés sur le plan national et à l'étranger, de sorte que certains des gros emprunteurs souverains ont pu se procurer des fonds à des conditions plus avantageuses sur les marchés financiers qu'auprès des banques; enfin, préférence des banques elles-mêmes pour les actifs négociables et le financement à plus long terme.

Outre la description de l'évolution observée durant l'année, ce chapitre passe en revue, dans une perspective à plus long terme, les modifications profondes intervenues dans la structure de l'intermédiation financière internationale; il décrit l'activité bancaire et les marchés des titres en Ecus, qui ont connu une très forte expansion au cours des deux dernières années; il examine, enfin, la situation de l'endettement international, en soulignant les progrès accomplis l'an dernier, mais également en attirant l'attention sur les problèmes et les dangers qui subsistent.

### Evolution de l'activité bancaire internationale en 1984

*Evolution des agrégats globaux.* Comme indiqué dans le tableau ci-après, l'accélération de l'expansion des avoirs extérieurs bruts des banques déclarantes de la BRI, de \$105 milliards en 1983 à \$125 milliards l'an dernier, a été plus apparente que réelle; elle a résulté de l'élargissement de la couverture statistique des données sur l'activité bancaire internationale (voir note 2 du tableau précédent). Si l'on exclut l'incidence de ce changement de couverture, la croissance apparaît pratiquement identique à celle de 1983 et beaucoup plus lente qu'au cours des années précédentes. Les estimations relatives aux nouveaux prêts internationaux nets accordés par les banques déclarantes de la BRI font état d'augmentations identiques de \$85 milliards pour les deux années; elles sont moins affectées par cette modification d'ordre statistique, étant donné qu'elles tenaient déjà compte, dans une certaine mesure, des lacunes existant antérieurement dans la couverture des données. Il apparaît néanmoins que la croissance tendancielle du crédit bancaire international s'est ralenti de quelque 8,5% en 1983 à 7% l'année dernière.

Du côté des avoirs du marché, la faiblesse relative du rythme de croissance a été due uniquement à l'évolution de l'activité avec les pays extérieurs à la propre zone des banques. Les nouveaux prêts à ces pays, qui s'étaient déjà contractés assez fortement au cours des années précédentes, ont encore diminué, pour s'établir à \$15,6 milliards, chiffre qui représente moins du quart de celui de 1980. Comme en 1982 et 1983, ce mouvement traduit la réticence des banques à accroître leurs engagements sur certains groupes de pays ainsi que la diminution des besoins de financement externe, des politiques d'emprunt plus prudentes et une préférence pour le recours au marché financier dans d'autres pays.

Du côté «origines» du marché, l'évolution a été exactement inverse. Les engagements des banques déclarantes à l'égard des pays extérieurs à la zone, qui, après un recul de \$11,4 milliards en 1982, n'avaient que légèrement augmenté en 1983, se sont fortement gonflés l'an dernier (+\$34 milliards). L'essor des nouveaux dépôts émanant de ces pays a été dû partiellement à l'amélioration de la position de balance des paiements de certains gros pays débiteurs et au renforcement parallèle de leurs réserves officielles. Il est toutefois certain qu'il reflète également des sorties de capitaux privés, attirés à la fois par le niveau élevé des taux d'intérêt sur le dollar et par le mouvement de hausse de la monnaie américaine sur les marchés des changes.

Principales caractéristiques de l'activité bancaire internationale, 1980-84

Rubriques	Avoirs					Engagements				
	1980	1981	1982	1983	1984	1980	1981	1982	1983	1984
flux corrigés des variations de change, en milliards de dollars EU										
Positions externes sur:										
1 pays extérieurs à la zone déclarante . . . . .	68,2	65,7	39,4	27,6	15,6	52,4	16,5	-11,4	1,2	34,0
2 banques au sein de la zone déclarante . . . . .	135,6	160,7	107,6	64,6	99,4	161,4	155,2	97,7	80,2	104,5
3 entités non bancaires au sein de la zone déclarante . . . . .	30,6	31,0	18,3	5,8	11,2	22,3	49,8	27,7	23,5	13,1
4 non attribué . . . . .	6,7	7,4	15,0	7,2	- 0,8	6,1	16,2	16,7	5,9	- 1,1
<b>Total des positions externes</b>	<b>241,1</b>	<b>264,8</b>	<b>180,3</b>	<b>105,2</b>	<b>125,4</b>	<b>242,2</b>	<b>237,7</b>	<b>130,7</b>	<b>110,8</b>	<b>150,5</b>
Positions internes en monnaies étrangères										
5 interbancaires . . . . .	62,0	51,3	36,4	11,8	13,6	53,4	48,4	39,1	14,6	14,0
6 sur entités non bancaires . . . . .	20,7	19,4	12,1	10,9	11,5	5,5	5,3	6,8	2,0	5,6
<b>Total des positions internes</b>	<b>82,7</b>	<b>70,7</b>	<b>48,5</b>	<b>22,7</b>	<b>25,1</b>	<b>58,9</b>	<b>53,7</b>	<b>45,9</b>	<b>16,6</b>	<b>19,6</b>
Montant total net des prêts bancaires internationaux (estimations)* . . . . .	160,0	165,0	95,0	85,0	85,0	160,0	165,0	95,0	85,0	85,0

Remarque: depuis fin 1983, la zone déclarante a été élargie de manière à inclure les banques situées en Espagne, en Finlande, en Norvège, à Bahreïn et aux Antilles néerlandaises, ainsi que les banques sises aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Hong Kong et à Singapour. A compter de cette date, par conséquent, ces cinq premiers pays sont inclus pour la première fois dans la zone déclarante, alors que les quatre autres centres mentionnés, pour lesquels on ne disposait auparavant que de données sur les succursales des banques américaines, faisaient déjà partie de la zone déclarante.

\* Somme des rubriques 1, 3 et 6, plus certains éléments des rubriques 2 et 4.

Par suite de ces évolutions, et contrairement à leur rôle traditionnel consistant à acheminer des flux nets de capitaux des principaux pays industriels vers le reste du monde, les banques déclarantes sont devenues, l'an dernier, utilisateurs nets de fonds des pays hors zone, à hauteur de \$18,5 milliards. En 1981, elles avaient été fournisseurs nets à raison de \$49 milliards. Ce revirement de \$67,5 milliards s'explique principalement par l'incidence de la crise financière internationale et ses diverses répercussions sur la structure des flux de capitaux internationaux. En 1974 et 1979 uniquement, à la suite des hausses des prix pétroliers, le flux des nouveaux dépôts s'était trouvé gonflé par le placement des excédents de l'OPEP, de sorte que les banques avaient été utilisateurs nets de fonds de l'extérieur de la zone déclarante, dans des proportions bien moindres toutefois que l'an dernier. En 1984, cependant, les pays de l'OPEP n'ont accru que modérément leurs dépôts auprès des banques déclarantes.

Ce ralentissement de l'octroi de prêts aux pays extérieurs à la zone déclarante a eu sa contrepartie dans l'augmentation, à \$70 milliards, de l'absorption des fonds bancaires internationaux au sein même de la zone. Les prêts externes directs identifiés aux entités non bancaires de la zone déclarante se sont

accélérés, passant d'un niveau exceptionnellement faible en 1983 (\$5,8 milliards) à \$11,2 milliards, ce qui ne représente cependant qu'un tiers environ du chiffre noté pour 1980-81. En outre, cette accélération a été due, et au-delà, à un accroissement de \$1,3 milliard à \$10,2 milliards des nouveaux prêts aux entités non bancaires américaines, de sorte que les nouveaux crédits externes aux résidents des autres pays de la zone ont atteint tout juste \$1 milliard l'an dernier, alors qu'en 1980, par exemple, ils s'étaient élevés à \$28 milliards. Les principales raisons de ce ralentissement spectaculaire des prêts aux entités non bancaires hors des Etats-Unis sont probablement les suivantes: faiblesse de la demande d'emprunts des entreprises du fait de l'amélioration des bénéfices; activité d'investissement relativement peu soutenue et abondance de fonds internes; réduction des emprunts du secteur public par suite de l'amélioration des balances des paiements et recours accru aux marchés financiers. Il convient de noter toutefois que, si l'on constate une absence quasi totale de prêts externes à d'autres destinataires que la clientèle non bancaire des Etats-Unis, les prêts locaux en euromonnaies à des résidents du secteur non bancaire, qui sont également inclus dans les estimations du volume net du crédit bancaire international, ont en revanche été assez importants l'an dernier, en raison probablement de leurs liens plus étroits avec le financement du commerce extérieur. Ils se sont élevés à \$11,5 milliards (voir partie inférieure du tableau de la page 130), soit 45% de moins seulement que leur précédent niveau record de 1980. L'accélération, en 1984, des prêts aux entités non bancaires des Etats-Unis doit être considérée, cependant, dans le contexte de la demande de crédit interne relativement vigoureuse dans ce pays et du niveau peu élevé — par rapport aux taux d'intérêt internes — des taux sur l'eurodollar.

Le mouvement le plus important enregistré du côté «emplois» des bilans des banques déclarantes a concerné, comme à l'accoutumée, les créances externes sur les autres banques de la zone, qui se sont accrues de \$99,4 milliards l'an passé. Il s'agit là d'un poste résiduel que l'on obtient en retranchant les créances identifiées sur le secteur non bancaire du montant total des créances externes au sein de la zone déclarante; ce poste renferme un montant substantiel de duplications d'écritures qui est éliminé dans l'estimation nette de l'encours du crédit bancaire international. Il inclut également un montant élevé de créances non identifiées sur le secteur non bancaire et de créances sur les institutions financières, telles que les banques spécialisées dans le commerce international et les banques d'affaires, qui, du point de vue des statistiques sur les euromonnaies, devraient être vraiment considérées comme utilisateurs finals des fonds bancaires internationaux. De plus, ces chiffres interbancaires comprennent un montant assez sensible de prêts à des banques, telles que les banques sises aux Etats-Unis, autres que les IBF, qui utilisent les fonds pour des prêts locaux en monnaie nationale. Dans ce cas, également, sous l'angle des statistiques sur les euromonnaies, les banques doivent être considérées comme utilisateurs finals de fonds. Pour 1984, on peut estimer que, sur le montant de \$99,4 milliards de créances «interbancaires», un peu plus de \$45 milliards ont eu une contrepartie «crédit clientèle», alors que le reliquat, plus les \$13,6 milliards de prêts interbancaires locaux, doit être regardé comme activité

Taux interbancaires à trois mois sur les dépôts en euromonnaies, écarts et taux débiteur de base aux Etats-Unis



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

interbancaire liée à des prêts finals déjà couverts par ailleurs par les statistiques, et dont on peut, par conséquent, faire abstraction du point de vue du volume global du crédit. Dans ce montant de \$45 milliards, la plus grosse composante est constituée par les prêts aux banques des Etats-Unis qui ont affecté les fonds à l'expansion du crédit interne.

Du côté «origines» du marché, l'évolution au sein de la zone déclarante a été fort différente. Le volume des nouveaux dépôts externes reçus par les banques d'entités non bancaires au sein de la zone a fléchi de \$23,5 milliards en 1983 à \$13,1 milliards. Ce ralentissement s'explique cependant, et au-delà, par un revirement, à hauteur de \$22 milliards, de la part des organismes non bancaires des Etats-Unis. En 1983, ces derniers avaient accru de \$16,7 milliards

leurs dépôts auprès des banques déclarantes, alors qu'en 1984 ils les ont réduits de \$5,5 milliards. Ces retraits se sont toutefois limités aux deuxième et troisième trimestres et ont sans doute été liés en partie aux problèmes d'une grande banque américaine; les investisseurs en sont sans doute venus à considérer que leurs dépôts avaient davantage de chances de bénéficier de la protection des pouvoirs publics des Etats-Unis s'ils étaient détenus dans ce pays. Du fait de la forte accélération des emprunts et de cette évolution du côté des dépôts, le secteur non bancaire américain, qui avait fourni \$15,4 milliards de nouveaux fonds au marché sur l'ensemble de 1983, a été, l'an dernier, utilisateur net de capitaux pour environ le même montant. Ce retournement de \$31 milliards dans les relations de crédit du secteur non bancaire américain avec l'euro-marché a sans doute été l'un des principaux facteurs de la vigueur impressionnante du dollar en 1984.

Les nouveaux dépôts externes en euromonnaies des résidents non bancaires des autres pays déclarants ont connu une assez forte accélération l'an dernier, passant de \$6,8 milliards en 1983 à \$18,6 milliards. Cet accroissement qui a porté essentiellement sur le dollar reflète l'attrait exercé à la fois par le niveau élevé des taux d'intérêt et par la vigueur du dollar sur les marchés des changes. A noter également un renforcement, de \$2 milliards à \$5,6 milliards, des nouveaux dépôts en euromonnaies reçus par les banques de résidents locaux.

*Evolution dans les divers centres.* En ce qui concerne le rôle des divers centres, le tableau de la page 134 montre que l'accélération de l'expansion des agrégats bancaires bruts l'an dernier a été due, dans une large mesure, à l'expansion plus vive, de \$41,8 milliards à \$73,5 milliards, des créances externes des banques dans la zone européenne déclarante. L'évolution a, toutefois, été assez différente d'un centre à l'autre. Au Royaume-Uni, la principale place financière, la croissance des avoirs extérieurs s'est encore ralentie, revenant de \$27,1 milliards en 1983 à \$24,7 milliards en 1984, ce qui représente environ 30% de son niveau de 1981. Ce mouvement a été dû, pour l'essentiel, à la réduction aux deuxième et troisième trimestres des activités internationales des succursales et filiales des banques américaines à Londres, consécutive aux difficultés rencontrées par une grande banque des Etats-Unis. Dans certains autres grands centres européens, en revanche, l'expansion des avoirs extérieurs s'est vivement renforcée en 1984, de \$1,2 milliard à \$8,1 milliards en France et de \$5,2 milliards à \$18 milliards en Belgique-Luxembourg. Les banques situées en Allemagne et aux Pays-Bas, dont les avoirs internationaux ne s'étaient pas étoffés au cours des deux années précédentes, ont également fait ressortir une croissance substantielle (\$7,5 milliards et \$3,1 milliards respectivement). Les avoirs extérieurs des banques opérant en Suisse ont enregistré un accroissement de \$2,3 milliards, mais ce chiffre ne comprend pas les fonds fiduciaires qu'elles ont acheminés sur le marché international et que l'on peut estimer à quelque \$10 milliards pour l'année dernière.

Sur une base avoirs moins engagements, les banques sises au Royaume-Uni et en Italie ont accru de manière substantielle leur position extérieure débitrice nette, à raison de \$11,1 milliards et \$3,7 milliards respectivement. Au

**Evolution dans les divers centres, 1981-84**

Pays d'implantation des banques	Flux à taux de change constants en fin de trimestre								Stocks à fin 1984	
	Avoirs				Engagements				Avoirs	Engagements
	1981	1982	1983	1984	1981	1982	1983	1984		
	en milliards de dollars EU									
Royaume-Uni . . . . .	79,5	39,5	27,1	24,7	78,7	48,8	33,2	35,8	489,3	531,5
France . . . . .	9,1	10,5	1,2	8,1	14,9	7,6	1,9	6,6	141,5	138,4
Luxembourg . . . . .	6,2	5,8	1,4	7,3	4,1	3,9	0,3	5,8	85,6	79,5
Belgique . . . . .	8,8	1,1	3,8	10,7	9,8	2,6	6,5	12,6	68,3	80,1
Allemagne fédérale . . . . .	7,4	-0,1	-0,2	7,5	1,5	-0,4	-2,0	5,4	64,2	57,6
Pays-Bas . . . . .	7,4	0,2	-0,4	3,1	4,6	1,1	-3,5	0,7	56,5	52,4
Suisse . . . . .	5,1	2,1	2,5	2,3	2,8	-2,6	-0,2	1,0	52,8	33,7
Italie . . . . .	6,4	-1,0	2,0	3,0	4,4	-4,3	3,9	6,7	36,7	49,5
Autres pays européens déclarants <sup>1</sup> . . . . .	4,0	4,9	4,4	6,8	5,2	4,7	4,1	9,4	66,2	85,7
<b>Total des pays européens déclarants . . . . .</b>	<b>133,9</b>	<b>63,0</b>	<b>41,8</b>	<b>73,5</b>	<b>126,0</b>	<b>61,4</b>	<b>44,2</b>	<b>84,0</b>	<b>1.061,1</b>	<b>1.108,4</b>
IBF aux Etats-Unis . . . . .	63,4	81,2	28,1	16,8	48,3	77,1	31,6	17,7	188,6	174,0
Autres banques aux Etats-Unis . . . . .	12,2	25,9	5,4	-2,3	-9,9	-8,7	17,1	13,3	221,0	150,7
<b>Ensemble des banques aux Etats-Unis . . . . .</b>	<b>75,6</b>	<b>107,1</b>	<b>33,5</b>	<b>14,5</b>	<b>38,4</b>	<b>68,4</b>	<b>48,7</b>	<b>31,0</b>	<b>409,6</b>	<b>324,7</b>
Canada . . . . .	2,7	0,9	3,5	2,1	18,0	-3,5	3,9	1,6	43,3	63,0
Japon . . . . .	20,7	8,0	18,6	22,0	21,7	0,8	7,5	23,8	126,9	127,0
Autres pays déclarants <sup>2</sup> . . . . .	31,9	1,3	7,8	13,3	33,6	3,6	6,5	10,1	512,3	494,9
<b>Total . . . . .</b>	<b>264,8</b>	<b>180,3</b>	<b>105,2</b>	<b>125,4</b>	<b>237,4</b>	<b>130,7</b>	<b>110,8</b>	<b>160,5</b>	<b>2.153,2</b>	<b>2.118,0</b>

<sup>1</sup> Comprend, jusqu'en 1983, l'Autriche, le Danemark, l'Irlande et la Suède et, à compter de 1984, également l'Espagne, la Finlande et la Norvège. <sup>2</sup> Comprend, jusqu'en 1983, les succursales des banques américaines aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Panama, à Hong Kong et à Singapour. A partir de 1984, cette rubrique couvre également les banques non américaines dans ces centres, à l'exception de Panama, plus tous les établissements offshore à Bahreïn et toutes les banques offshore opérant aux Antilles néerlandaises.

Royaume-Uni, cette évolution peut traduire dans une large mesure l'utilisation par les banques de fonds externes pour des placements en titres internationaux à plus long terme qui ne figurent pas dans les chiffres bancaires du Royaume-Uni. Les banques opérant aux Pays-Bas et en Allemagne ont été les plus importants exportateurs nets de fonds.

Hors d'Europe, la croissance des avoirs extérieurs des banques aux Etats-Unis, qui avait été de \$107,1 milliards en 1982, première année complète après l'ouverture des IBF, s'est de nouveau ralentie (\$14,5 milliards l'an passé). Elle a concerné, pour plus de la totalité, les IBF, qui ont encore progressé de quelque 10%. Par contre, les avoirs extérieurs classiques se sont contractés de \$2,3 milliards, ce qui constitue la première diminution depuis l'abandon du programme de redressement de la balance des paiements des Etats-Unis en 1974. Les engagements extérieurs des banques opérant aux Etats-Unis se sont accrus davantage que leurs avoirs, de sorte que leur position extérieure créditrice nette, qui s'était déjà contractée de \$15,2 milliards en 1983, s'est encore réduite de \$16,5 milliards. Néanmoins, elle s'élevait encore à \$85 milliards à la fin de l'année.

En termes de taux de croissance, la plus forte expansion des avoirs extérieurs enregistrée parmi les principaux centres, soit 21%, a été le fait des banques opérant au Japon, plus de la moitié de cet accroissement ayant porté sur les avoirs en yens, qui, en partie sous l'effet des mesures de déréglementation d'avril 1984, sont montés en flèche, au rythme de 42%. Comme leurs engagements extérieurs ont augmenté encore plus fortement, les banques au Japon ont été, à l'inverse de l'évolution notée pour le secteur non bancaire, importateurs nets de fonds externes en 1984, à raison de \$1,8 milliard.

L'accélération de la croissance des avoirs extérieurs indiquée dans le tableau pour les «Autres pays déclarants» a été due, pour plus de la totalité, à l'élargissement de la couverture statistique. Auparavant, cette rubrique n'englobait que les activités des succursales des banques américaines dans les principaux centres offshore des Caraïbes et d'Extrême-Orient, tandis que les nouvelles séries couvrent les activités de toutes les banques sises dans ces centres offshore (à l'exception de Panama), plus les opérations des établissements offshore à Bahreïn et aux Antilles néerlandaises.

*Evolution de l'activité des banques déclarantes avec les pays extérieurs à la zone déclarante.* En 1984, les opérations des banques avec les pays extérieurs à la zone déclarante ont été caractérisées en particulier par la poursuite du ralentissement, de \$8,1 milliards en 1983 à \$3,6 milliards, des nouveaux prêts aux pays d'Amérique latine non membres de l'OPEP, qui étaient dans le passé le plus important groupe d'emprunteurs hors zone. En outre, ces nouveaux prêts ont été nettement inférieurs au montant de \$10,5 milliards de fonds obtenus par ces pays auprès des banques déclarantes dans le cadre de montages financiers organisés sous l'égide du FMI, ce qui donne à penser qu'il y a eu une réduction

**Activité des banques déclarantes avec les divers groupes de pays en développement  
(hors OPEP), 1977-84**

	Flux estimés à taux de change constants en fin de trimestre (estimations)								Stocks à fin 1984
	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984*	
	en milliards de dollars EU								
<b>Avoirs</b>									
Amérique latine	5,1	14,7	23,2	27,3	30,5	12,2	8,1	3,6	211,0
Moyen-Orient . . .	0,1	1,2	1,2	2,1	2,3	1,7	0,1	0,4	15,5
Afrique . . . . .	0,9	3,1	2,7	2,0	2,0	1,7	0,3	0,2	18,7
Asie . . . . .	3,5	3,8	8,2	7,6	5,1	4,2	3,4	4,6	84,1
Total . . . . .	9,6	22,8	35,3	39,0	39,9	19,8	11,9	8,8	329,3
<b>Engagements</b>									
Amérique latine	2,5	8,1	5,0	-1,0	4,8	-1,8	5,9	11,5	68,5
Moyen-Orient . . .	2,9	3,3	1,7	2,7	1,4	1,9	-0,9	-1,4	20,3
Afrique . . . . .	1,3	0,6	1,8	0,7	0,5	-0,8	0,2	1,0	9,6
Asie . . . . .	4,4	2,8	3,8	1,5	2,7	5,6	5,1	10,7	72,1
Total . . . . .	11,1	14,6	12,3	3,9	9,4	4,9	10,3	21,8	170,5

\* A compter de 1984, la couverture des données a été élargie de manière à inclure les variations des positions des banques situées en Espagne, en Finlande, en Norvège, à Bahreïn et aux Antilles néerlandaises ainsi que de toutes les banques sises aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Hong Kong et à Singapour.

compensatrice d'autres encours bancaires. Malgré la diminution de leur recours aux nouveaux crédits bancaires internationaux, ces pays ont accru, à hauteur de \$11,5 milliards l'an dernier, leurs dépôts auprès des banques déclarantes, contre \$5,9 milliards en 1983. En d'autres termes, sur une base avoirs moins engagements, les pays d'Amérique latine non membres de l'OPEP, qui avaient été, en 1980, utilisateurs nets de fonds (\$28 milliards) des banques déclarantes, sont devenus l'an dernier fournisseurs nets, à raison de \$8 milliards. Ces nouveaux dépôts traduisent probablement pour l'essentiel le renforcement très substantiel des réserves officielles auquel certains gros pays débiteurs d'Amérique latine ont pu procéder l'an passé.

En ce qui concerne les divers pays d'Amérique latine, le Brésil a été de loin le plus gros emprunteur, obtenant \$4,7 milliards de nouveaux fonds des banques déclarantes. Ce chiffre est toutefois inférieur de près de \$2 milliards au montant obtenu par ce pays dans le cadre de montages financiers organisés sous l'égide des autorités. Les dépôts du Brésil auprès des banques déclarantes se sont accrus de \$5,6 milliards, soit de près de 50%, alors que les réserves de change officielles de ce pays se sont renforcées de plus de \$7 milliards. L'endettement bancaire du Mexique n'a augmenté que de \$0,7 milliard, en dépit des \$3 milliards tirés dans le cadre de montages réalisés sous l'égide des autorités, ce qui donne à penser que, comme dans le cas du Brésil, d'importantes réductions sont intervenues sur d'autres crédits bancaires. Malgré tout, les dépôts du Mexique auprès des banques déclarantes ont nettement augmenté l'an passé (+\$4,8 milliards). Sur une base avoirs moins engagements, le seul pays d'Amérique latine à avoir été emprunteur net de nouveaux fonds pour des montants importants a été le Chili, qui a reçu \$0,8 milliard octroyé en totalité dans le cadre d'un montage financier officiel et a réduit dans le même temps de \$0,2 milliard ses dépôts. En revanche, les banques ont notifié une réduction de \$1 milliard de leurs créances sur l'Argentine, qui n'a pas obtenu de nouveaux fonds dans le cadre de prêts organisés sous l'égide des autorités.

Les créances des banques sur les pays en développement non membres de l'OPEP situés hors d'Amérique latine se sont accrues de \$5,2 milliards, soit légèrement plus qu'en 1983, mais cette «accélération» peut fort bien avoir été due à l'extension de la couverture du nouveau système de déclaration. Les créances sur les pays d'Asie se sont entoffées de \$4,6 milliards, tandis que les crédits aux pays du Moyen-Orient et d'Afrique n'ont fait apparaître que de faibles augmentations. Toutefois, parmi ces trois groupes d'emprunteurs, seuls les pays du Moyen-Orient ont été utilisateurs nets de fonds, réduisant de \$1,4 milliard leurs dépôts. Les pays d'Asie et d'Afrique, quant à eux, ont renforcé leurs dépôts de \$10,7 milliards et \$1 milliard respectivement auprès des banques déclarantes.

L'évolution de l'activité bancaire avec les pays du Moyen-Orient non membres de l'OPEP a été fortement influencée par Israël, qui a réduit de \$1,7 milliard ses dépôts auprès des banques déclarantes, tout en diminuant de \$0,6 milliard son endettement. Le seul gros emprunteur a été l'Égypte, qui a reçu \$0,7 milliard de nouveaux crédits. En Asie, les principaux collecteurs de

nouveaux fonds ont été la Corée du Sud (\$1,8 milliard), la Chine (\$1,4 milliard), la Thaïlande et l'Inde (\$0,8 milliard dans chaque cas). La Chine a, en outre, augmenté ses dépôts (+ \$2,8 milliards), améliorant ainsi sa très forte position créditrice nette vis-à-vis des banques déclarantes, processus qui s'est toutefois inversé en partie au dernier trimestre de 1984 lorsque ce pays a intensifié ses emprunts et réduit ses dépôts. Le plus gros fournisseur de fonds aux banques déclarantes a toutefois été Taïwan, qui a effectué \$5,5 milliards d'apports, tout en diminuant de \$0,8 milliard son endettement. De ce fait, ses créances nettes sur les banques déclarantes ont plus que doublé, pour s'établir à \$11,4 milliards l'an passé.

**Flux entre les banques de la zone déclarante de la BRI<sup>1</sup> et les groupes de pays extérieurs à la zone, 1978-84 (estimations)**

Positions des banques déclarantes sur les groupes de pays suivants:	Flux à taux de change constants en fin de trimestre							Stocks à fin 1984
	1978	1979	1980	1981	1982	1983	1984	
	en milliards de dollars EU							
<b>Pays de l'OPEP<sup>2</sup></b>								
Créances . . . . .	16,7	7,2	7,0	4,2	8,2	9,6	- 0,6	105,5
Engagements . . . . .	3,2	37,4	41,9	3,2	-18,2	-13,5	3,1	140,6
Position nette <sup>3</sup> . . . . .	13,5	-30,2	-34,9	1,0	26,4	23,1	- 3,7	-35,1
<i>Pour mémoire:</i>								
<i>Réserves de change<sup>4</sup></i> . . . . .	-14,6	15,5	14,1	- 1,9	-11,7	- 9,4	- 3,4	56,1
<i>Balances des paiements courants</i> . . . . .	5,0	61,0	110,5	53,0	-15,0	-19,5	- 8,0	.
<b>PVD non membres de l'OPEP</b>								
Créances . . . . .	22,8	35,3	39,0	39,9	19,8	11,9	8,8	329,3
Engagements . . . . .	14,6	12,3	3,9	9,4	4,9	10,3	21,8	170,5
Position nette <sup>3</sup> . . . . .	8,2	23,0	35,1	30,5	14,9	1,6	-13,0	158,8
<i>Pour mémoire:</i>								
<i>Réserves de change<sup>4</sup></i> . . . . .	11,3	8,6	- 1,7	- 0,1	- 2,5	8,5	15,3	82,8
<i>Balances des paiements courants</i> . . . . .	-27,5	-43,0	-65,0	-78,5	-61,0	-32,5	-20,5	.
<b>Autres pays développés</b>								
Créances . . . . .	5,7	7,5	15,4	16,8	16,0	7,4	7,5	89,7
Engagements . . . . .	8,7	7,0	5,7	3,8	- 0,1	1,5	4,8	30,3
Position nette <sup>3</sup> . . . . .	- 3,0	0,5	9,7	13,0	16,1	5,9	2,7	59,4
<i>Pour mémoire:</i>								
<i>Réserves de change<sup>4</sup></i> . . . . .	6,5	3,2	1,3	- 1,5	1,2	2,5	- 0,8	14,3
<i>Balances des paiements courants</i> . . . . .	- 7,5	- 7,5	-16,5	-25,0	-24,0	-14,5	-13,5	.
<b>Europe de l'Est</b>								
Créances . . . . .	5,7	7,2	6,8	4,8	- 4,6	- 1,3	- 0,1	47,9
Engagements . . . . .	1,7	4,7	0,9	0,1	2,0	2,9	4,3	22,2
Position nette <sup>3</sup> . . . . .	4,0	2,5	5,9	4,7	- 6,6	- 4,2	- 4,4	25,7

Remarque: la classification des groupes de pays dans ce tableau a été imposée par la structure des statistiques sur les euromonnaies et diffère donc de celle utilisée dans les Chapitres V et VII. Cela vaut en particulier pour le groupe «Autres pays développés», qui comprend seulement les pays qui ne font pas partie du système de déclaration.

<sup>1</sup> Jusqu'à fin 1983, la zone déclarante de la BRI couvre les banques situées dans les pays suivants: République fédérale d'Allemagne, Autriche, Belgique-Luxembourg, Canada, Danemark, États-Unis, France, Irlande, Italie, Japon, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède, Suisse et les succursales des banques américaines aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Panama, à Hong Kong et à Singapour. A compter de fin 1983, la zone déclarante comprend, en outre, les banques sises en Espagne, en Finlande et en Norvège ainsi que les banques non américaines exerçant une activité internationale aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Hong Kong et à Singapour, tous les établissements bancaires offshore à Bahreïn et toutes les banques offshore opérant aux Antilles néerlandaises. De ce fait, ces trois premiers pays ne figurent plus dans les «Autres pays développés» et Bahreïn n'est plus compris sous «Pays de l'OPEP», sauf en ce qui concerne les positions des banques aux États-Unis. <sup>2</sup> Comprend, en outre, Bahreïn (jusqu'à fin 1983), Brunei, Oman et Trinidad et Tobago. <sup>3</sup> Un signe négatif (-) correspond à des dépôts nets. <sup>4</sup> Aux taux de change courants.

L'activité des banques déclarantes avec les pays de l'OPEP (voir tableau précédent) a également connu un revirement sensible en 1984. Après avoir prêté \$9,6 milliards en 1983, les banques ont réduit de \$0,6 milliard leurs créances sur ces pays l'an passé. Parallèlement, les nouveaux dépôts qu'elles ont reçus des pays de l'OPEP se sont élevés à \$3,1 milliards, alors qu'en 1983 on avait enregistré \$13,5 milliards de retraits – soit au total un retournement de près de \$27 milliards, qui s'explique en partie seulement par la réduction de \$11,5 milliards du déficit global des paiements courants de ces pays. L'évolution a toutefois été sensiblement différente dans les divers groupes de pays de l'OPEP. Au Moyen-Orient, les pays «à faible capacité d'absorption» ont à la fois diminué leurs dépôts et leurs emprunts. Les pays «à forte capacité d'absorption» ont, par contre, augmenté de \$1,7 milliard leur endettement tout en réduisant de \$1,8 milliard leurs dépôts. Par ailleurs, le Venezuela, qui a continué de dégager un excédent confortable des paiements courants, a été un important fournisseur net de nouveaux fonds aux banques déclarantes, renforçant de \$2,9 milliards ses dépôts et remboursant \$1,7 milliard de dettes bancaires. L'Indonésie a été à la fois déposant et emprunteur, à hauteur de \$1 milliard environ dans chaque cas.

Les créances des banques déclarantes sur les pays d'Europe de l'Est, qui avaient fortement fléchi en raison des difficultés de service de la dette de la Pologne, n'ont enregistré qu'un très léger recul l'an passé. Dans le même temps, ces pays, qui ont encore amélioré leur excédent global des paiements courants, ont poursuivi le renforcement de leurs dépôts auprès des banques déclarantes. De ce fait, leur position extérieure débitrice nette à l'égard de ces banques s'est de nouveau amenuisée, de \$4,4 milliards, pour s'établir à \$25,7 milliards à la fin de 1984, soit une baisse de \$45,5 milliards par rapport à 1981. Les créances sur la Pologne se sont encore contractées, de \$1,4 milliard, pour revenir à \$9 milliards, en grande partie sans doute à la suite d'annulations de dettes bancaires et de transferts de créances à des organismes nationaux du secteur public garantissant les crédits. Le plus gros emprunteur a été l'Union Soviétique qui a obtenu \$1,5 milliard de nouveaux crédits, mais a également augmenté ses dépôts dans des proportions identiques. La République démocratique allemande a accru ses dépôts, à raison de \$1,5 milliard, et n'a emprunté que \$0,4 milliard.

Les pays développés extérieurs à la zone déclarante, qui ont continué d'enregistrer d'importants déficits des paiements courants, ont été, tout comme les pays du Moyen-Orient non membres de l'OPEP, le plus gros groupe d'emprunteurs nets hors zone, avec \$7,5 milliards de nouveaux fonds et \$4,8 milliards de nouveaux dépôts. L'Australie (\$3,5 milliards), la Grèce (\$1,2 milliard) et la Nouvelle-Zélande (\$1 milliard) ont été les plus importants bénéficiaires de nouvelles ressources. Le Portugal (\$1 milliard) et la Nouvelle-Zélande (\$0,9 milliard) ont effectué les dépôts les plus élevés.

### **Le marché des obligations internationales**

Après plusieurs années d'expansion ininterrompue, l'activité d'émission sur les marchés des obligations internationales s'est de nouveau vivement accélérée (+ 46,5%), pour atteindre au total \$107,7 milliards l'an passé. Il s'agit là du

plus fort taux de croissance jamais enregistré depuis l'existence de ce marché. Cette reprise a été particulièrement prononcée au second semestre lorsque les taux d'intérêt à long terme se sont mis à fléchir. Elle s'est surtout concentrée sur le compartiment des obligations en eurodollars, où le volume des émissions est passé de \$35,7 milliards en 1983 à \$64,3 milliards. Pour le reste, elle a concerné principalement les secteurs moins importants du marché obligataire international, notamment ceux de la livre sterling, du dollar canadien, de l'Ecu

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

Pays ou zone d'origine des emprunteurs	Années	Euro-émissions			Emissions étrangères		
		Total	dont		Total	dont	
			dollars EU	deutsche marks		aux Etats-Unis	en Suisse
en millions de dollars EU							
Europe occidentale . . . . .	1981	7.650	5.230	880	5.390	640	3.070
	1982	16.550	12.690	1.930	5.250	780	2.350
	1983	22.770	16.630	2.410	6.700	1.360	2.490
	1984	33.310	26.370	2.160	7.190	2.180	2.130
	1985/I	10.830	8.270	800	1.000	200	580
Canada . . . . .	1981	5.500	4.550	130	5.450	4.310	870
	1982	6.920	5.600	100	4.440	2.700	1.330
	1983	3.840	2.660	360	2.910	1.630	1.220
	1984	4.490	2.650	180	1.760	450	1.040
	1985/I	1.930	1.330	60	190	150	40
Etats-Unis . . . . .	1981	6.050	5.890	30	700		700
	1982	13.020	12.340	530	1.790		1.470
	1983	6.070	5.680	220	1.240		1.180
	1984	23.100	21.210	540	1.460		1.220
	1985/I	8.570	7.210	40	480		480
Autres pays développés <sup>2</sup> . . . . .	1981	3.460	2.730	230	2.820	100	2.360
	1982	3.860	3.050	480	5.740	400	4.440
	1983	6.060	4.760	830	8.300	530	7.140
	1984	13.080	10.450	1.270	8.450	150	7.180
	1985/I	4.830	3.670	340	1.680	-	1.550
Reste du monde . . . . .	1981	2.330	2.080	90	1.120	440	90
	1982	2.820	2.510	210	520	-	200
	1983	1.680	1.510	160	630	-	100
	1984	2.040	1.810	30	990	-	170
	1985/I	1.770	1.650	30	260	-	50
Institutions internationales . . . . .	1981	2.490	1.700	40	6.030	2.070	1.200
	1982	3.280	2.490	-	7.460	2.150	1.530
	1983	6.070	4.500	60	7.270	1.220	1.370
	1984	4.220	1.800	140	7.580	1.000	1.380
	1985/I	1.610	900	30	2.440	600	420
Total des émissions placées . . . . .	1981	27.480	22.180	1.400	21.510	7.560	8.290
	1982	46.450	38.680	3.250	25.200	6.030	11.320
	1983	46.490	35.740	4.040	27.050	4.740	13.500
	1984	80.240	64.280	4.320	27.430	3.780	13.120
	1985/I	29.540	23.030	1.300	6.050	950	3.120

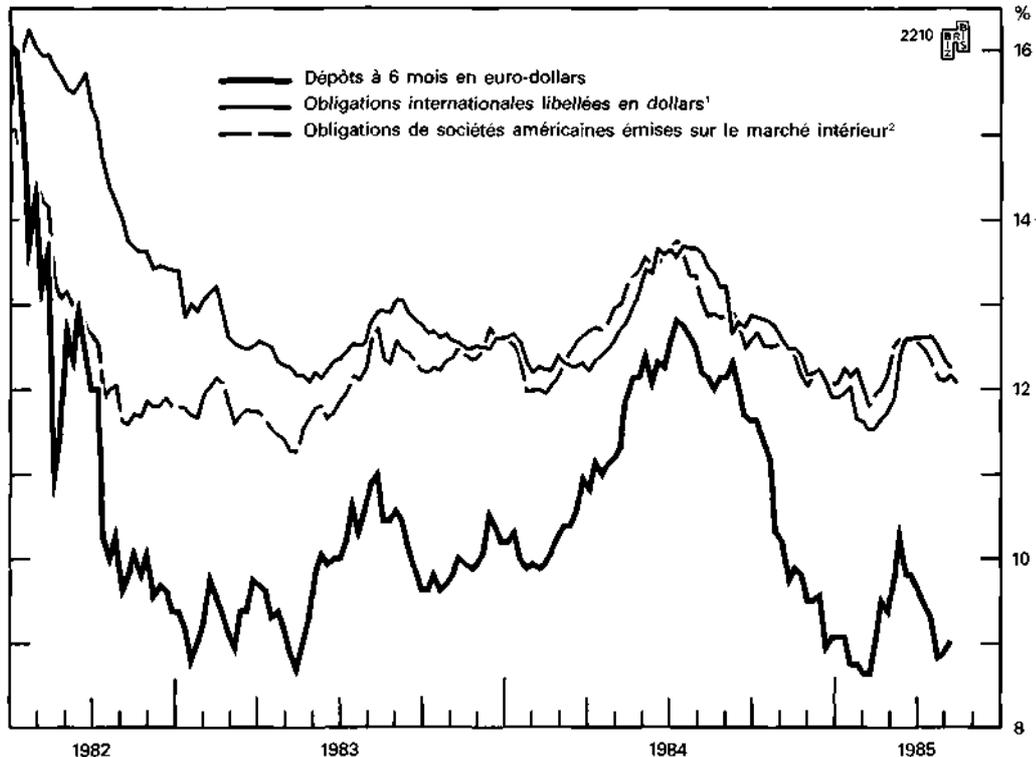
<sup>1</sup> Données établies à partir de renseignements fournis par l'OCDE, mais à l'exclusion des certificats de dépôt. <sup>2</sup> Afrique du Sud, Australie, Japon et Nouvelle-Zélande.

et du yen. Par contre, la part du secteur de l'eurodeutsche mark et celle des marchés des émissions étrangères aux Etats-Unis et en Suisse se sont contractées, le volume des nouvelles émissions ayant d'ailleurs été plus faible qu'en 1983 dans les deux derniers cas (voir tableau de la page 139).

En raison même de sa profondeur, le secteur des obligations en eurodollars a été le principal bénéficiaire de la tendance à privilégier les titres comme moyen de financement international ainsi que de la prolifération de nouvelles formules. Si les investisseurs ont été fortement attirés par le niveau élevé des taux d'intérêt sur le dollar, la courbe positive des rendements, l'atténuation des anticipations inflationnistes et la vigueur de la monnaie américaine, l'offre d'obligations a été stimulée par le retour massif des emprunteurs américains, à la suite surtout de l'abolition aux Etats-Unis de la retenue à la source appliquée au revenu des obligations américaines détenues par les non-résidents. Les entreprises japonaises, également, ont intensifié leur recours au marché obligataire de l'eurodollar, en raison de l'attrait exercé par ses diverses innovations.

Compte tenu de la persistance d'incertitudes prononcées sur les perspectives d'évolution à plus long terme des taux d'intérêt aux Etats-Unis, l'année 1984 a été avant tout celle des «notes» à taux variable (floating rate notes:

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



¹ Entreprises industrielles, rendements à l'échéance moyenne. ² Obligations de sociétés AAA, rendements à l'échéance finale.

FRN), leur volume d'émission ayant plus que doublé, de \$15,9 milliards à \$34,4 milliards. La cessibilité de ces titres ainsi que l'excellente cote de crédit des émetteurs ont éveillé l'intérêt d'une vaste gamme d'investisseurs. Les banques elles-mêmes, désireuses d'améliorer la négociabilité de leurs actifs et d'accroître leurs bénéfices, ont absorbé près de 50% des nouvelles émissions de l'espèce, profitant de la pente fortement ascendante de la courbe des rendements dans le compartiment à plus court terme du marché.

La concurrence entre les banques dans l'activité d'émission a été intense et le secteur des FRN a satisfait une large gamme d'emprunteurs en raison de l'évolution de plus en plus marquée des conditions du marché en leur faveur. Outre leurs rôles d'investisseurs et de maisons d'émission, les banques elles-mêmes ont continué d'être les plus gros emprunteurs sur ce marché afin de renforcer leurs fonds propres. Les gouvernements, eux aussi, ont intensifié leur recours à cette forme d'emprunt, non seulement pour faire face à leurs besoins de financement courants, mais également pour remplacer l'endettement bancaire plus onéreux. En fait, cette restructuration s'est intensifiée au fil des mois par suite de conditions d'emprunt de plus en plus avantageuses: tendance à abandonner la référence au LIBOR au profit de taux de référence plus bas, réduction des commissions contractuelles, allongement des échéances qui vont jusqu'à englober certaines notes «perpétuelles» et introduction de nouvelles catégories d'options, adaptées aux besoins spécifiques des emprunteurs et des investisseurs.

Le compartiment des obligations en eurodollars à taux fixe, qui a également connu une expansion assez forte, de \$17,4 milliards à \$27,2 milliards, s'est trouvé nettement conforté par le recours à la technique des swaps, dont la contrepartie est habituellement un crédit consortial fondé sur le LIBOR. Les banques, en particulier, ont fait grandement usage de ces swaps d'intérêt pour se procurer des fonds à long terme à des taux inférieurs au LIBOR. En outre, le compartiment des obligations à taux fixe a bénéficié du recours croissant aux swaps de devises et aux émissions à warrants. Les émissions à coupon zéro ont

Emissions d'obligations internationales par catégorie d'instruments<sup>1</sup>

Postes	1981	1982	1983	année	1984				1985
					1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	1er trimestre
en milliards de dollars EU									
Total des émissions . . . . .	49,0	71,7	73,5	107,7	26,0	21,6	24,6	35,5	35,6
dont:									
émissions classiques à taux fixe <sup>2</sup> . . . . .	37,2	57,7	49,6	62,4	13,4	12,1	15,2	21,7	19,9
«notes» à taux variable . . . . .	7,4	11,4	15,9	34,4	8,6	6,4	7,6	11,8	13,0
obligations convertibles . . . . .	4,4	2,6	8,0	10,9	4,0	3,1	1,8	2,0	2,7

<sup>1</sup> Données établies à partir de renseignements fournis par l'OCDE, mais à l'exclusion des certificats de dépôt.

<sup>2</sup> Y compris les obligations à coupon zéro et les placements privés.

également fait leur réapparition au second semestre en raison du régime fiscal favorable dont elles bénéficient dans certains pays et du fait qu'une forte proportion d'entre elles constituait le pendant « au porteur » de titres du Trésor des Etats-Unis. Par contre, les émissions d'obligations apparentées aux actions ont été davantage une caractéristique du premier semestre, période pendant laquelle les principaux marchés boursiers dans le monde ont connu une activité assez soutenue.

La vive expansion du marché des obligations en eurodollars a contrasté avec la poursuite du ralentissement des émissions étrangères aux Etats-Unis. Ce ralentissement s'explique par la tendance des deux groupes d'emprunteurs traditionnellement les plus importants sur le marché des Etats-Unis, à savoir les institutions internationales et les entités canadiennes, à couvrir une part plus grande de leurs besoins de financement à l'aide d'instruments non libellés en dollars.

Cette tendance à une diversification accrue des monnaies a été partagée par d'autres groupes d'emprunteurs, mais elle s'est heurtée à une certaine résistance des investisseurs à l'égard des émissions en deutsche marks et en francs suisses. La demande de papier libellé dans ces deux monnaies s'est ressentie de leurs rendements relativement faibles et de la vigueur du dollar. En revanche, des considérations de taux d'intérêt et/ou de taux de change ont stimulé l'activité d'émission dans les compartiments de la livre sterling, de l'Ecu, du dollar canadien et du yen. L'accroissement a été particulièrement prononcé dans le cas des émissions en livres sterling (\$2,6 milliards) et en yens (\$2 milliards), ces dernières ayant bénéficié des diverses mesures de libéralisation introduites par les autorités japonaises dans le courant de l'année.

Par nationalité d'emprunteurs, le trait dominant de 1984 a été le retour massif des entités américaines sur le marché obligataire international. Après avoir réduit de moitié leur recours au marché en 1983, elles ont plus que triplé le volume de leurs émissions l'an passé. Le montant de \$24,6 milliards collecté par ces organismes, essentiellement sous la forme d'émissions en eurodollars, a représenté près d'un quart du volume total d'émissions. Ces emprunts ont été effectués essentiellement au second semestre, à la suite de l'abolition de la retenue à la source de 30% aux Etats-Unis. Un montant de \$2 milliards a été placé à l'étranger par le Trésor des Etats-Unis et un autre montant de \$6 milliards a été constitué d'obligations, essentiellement de type FRN, émises par des banques américaines en vue de renforcer leur base de fonds propres. Dans le cas des entités japonaises, deuxième groupe d'emprunteurs par ordre d'importance l'an dernier, l'activité d'émission (\$16 milliards) a représenté un accroissement de 43% par rapport à 1983. Bien que les émissions convertibles, notamment en Suisse, soient demeurées le principal instrument d'emprunt des entreprises japonaises sur le marché financier international, leur recours au compartiment de l'eurodollar a été en grande partie fondé sur d'autres techniques, en particulier les swaps de devises, pour lesquelles les banques japonaises ont constitué un marché actif.

Alors que les emprunteurs américains et japonais ont exercé une influence dominante sur l'évolution générale du marché, les émetteurs des autres

nationalités ont également accru de manière notable leur recours aux émissions d'obligations internationales. Dans certains pays, comme en Suède et au Danemark, la principale motivation a été la renégociation de l'encours de l'endettement bancaire à des conditions plus favorables, par le biais notamment de l'émission de FRN. Une autre influence importante a été exercée par la politique adoptée par les banques de diverses nationalités pour allonger l'échéancier de leurs dettes libellées en dollars. Les banques françaises et britanniques, en particulier, comptent pour près de 45% et 60% respectivement dans le montant total des obligations internationales émises par les résidents de ces deux pays. Hors de la zone OCDE, le recours au marché s'est limité essentiellement aux institutions internationales et à quelques pays d'Asie, tels que la Corée du Sud et la Malaisie, qui ont mis à profit l'élargissement du marché des FRN.

Au premier trimestre de 1985, l'activité d'émission sur le marché des obligations internationales, bien que parfois affectée par de fortes incertitudes en matière de taux d'intérêt et de taux de change, s'est poursuivie au rythme exceptionnellement élevé atteint au cours des derniers mois de 1984. Les principales raisons de ce dynamisme ont été l'augmentation sensible des émissions des entreprises japonaises, la poursuite des emprunts massifs des entreprises américaines et une vague de refinancement de dettes sous la forme d'émissions de FRN. L'activité sur le marché des euro-obligations s'est fortement concentrée sur le dollar, mais, en pourcentage, l'accroissement le plus marqué (55%) a porté sur les émissions en euro-yens, qui ont bénéficié des nouvelles mesures de libéralisation adoptées par les autorités japonaises en décembre 1984. La tendance à la déréglementation s'est poursuivie en 1985, avec l'abolition, à compter d'avril, de la retenue à la source de 20% appliquée aux émetteurs japonais d'obligations en euro-yens sur l'intérêt versé aux investisseurs non résidents, la réouverture par les autorités françaises du marché des émissions en eurofrancs français, au début d'avril, et l'assouplissement, en mai, des modalités d'émission des obligations internationales en deutsche marks, y compris l'acceptation de nouvelles formules d'instruments financiers (tels que les obligations FRN et à coupon zéro) en Allemagne.

### **Modification à plus long terme de la structure des marchés internationaux de capitaux**

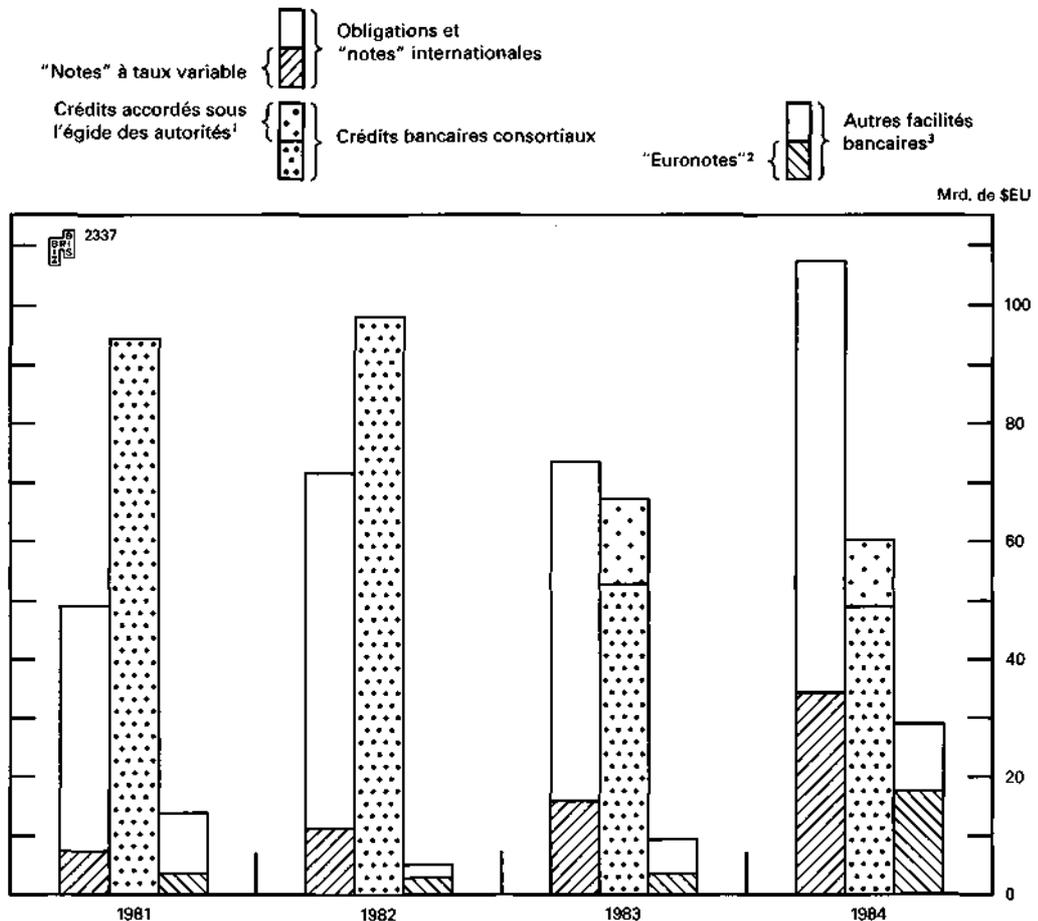
Outre les profonds changements intervenus dans la répartition géographique des mouvements internationaux de capitaux, les transformations observées ces dernières années dans la structure et la forme de l'intermédiation financière, et qui ont été particulièrement perceptibles en 1984, ont dominé l'évolution des marchés. Les principaux éléments de ce processus ont été les suivants: diminution de l'importance des formes traditionnelles de crédits bancaires internationaux telles que les prêts consortiaux; renforcement du rôle des marchés des titres, prolifération des innovations financières, développement du rôle des opérations hors-bilan — comme les garanties et facilités de soutien d'émission — en tant que sources de revenus pour les banques; enfin, conséquence de ces multiples évolutions, effacement des frontières entre marchés du

crédit bancaire et marchés financiers, entre marchés nationaux et marchés internationaux et entre intermédiaires financiers et clients.

Le graphique suivant permet d'évaluer l'importance quantitative de certaines de ces mutations. Il montre le développement spectaculaire des marchés obligataires, sur lesquels le volume des nouvelles émissions a plus que doublé entre 1981 et 1984, passant de moins de \$50 milliards à près de \$108 milliards, alors que le montant des nouveaux prêts bancaires consortiaux tombait de \$95 milliards à \$60 milliards. Au cours de la même période, les facilités bancaires hors-bilan nouvellement octroyées ont plus que doublé également, avec une expansion de \$14 milliards à \$29 milliards.

Par ailleurs, la composition de chacune de ces trois catégories de crédits s'est, elle aussi, modifiée. Les émissions de FRN à taux variable sur les marchés obligataires ont connu une progression spectaculaire, passant de \$7,5 milliards à

Tendances des marchés internationaux de capitaux, 1981-84



<sup>1</sup> Crédits octroyés dans le cadre de montages financiers réalisés sous l'égide des autorités. <sup>2</sup> Y compris les certificats de dépôt et les facilités à composantes multiples. <sup>3</sup> A l'exclusion des facilités ouvertes pour financer les offres publiques d'achat de sociétés.

\$ 34,5 milliards, pour représenter près du tiers du total des émissions en 1984. De surcroît, une fraction considérable d'obligations à taux fixe a été échangée contre d'autres titres d'emprunt à taux variable par les émetteurs initiaux, généralement des banques. Parmi les prêts consortiaux, en régression, un montant important, soit plus de \$ 10 milliards, a pris la forme de crédits liés à des opérations de rééchelonnement effectuées sous l'égide des autorités. De plus, comme les emprunteurs des pays industrialisés ont eu de plus en plus tendance à substituer, avant l'échéance, leur endettement en banque à des instruments négociables du marché financier, le volume des nouveaux prêts consortiaux pour 1984 surestime l'augmentation effective des crédits bancaires internationaux. Pour ce qui concerne, enfin, les facilités bancaires de soutien, près de la moitié de leur progression totale depuis 1981 a porté sur des instruments relativement nouveaux, tels que les facilités d'émission d'effets (note issuance facilities = NIF), les prises fermes renouvelables (revolving underwriting facilities = RUF) et les facilités à composantes multiples. L'importance relative des instruments plus traditionnels, comme les acceptations de banque et les lignes de crédits bancaires appuyant l'émission de billets à ordre, s'est réduite.

Malheureusement, le graphique ne fait pas apparaître certains autres aspects des modifications structurelles et des innovations, tels que la complexité et la diversification croissantes des instruments utilisés, le développement des marchés financiers à terme d'eurodevises et des options de devises et de taux d'intérêt, la diminution du rôle du marché interbancaire en tant que source de financement des prêts bancaires internationaux et l'interpénétration de plus en plus grande des marchés nationaux et internationaux de capitaux.

Les précédents Rapports annuels ont analysé plusieurs aspects de cette évolution et mis en évidence l'influence exercée par certaines techniques spécifiques sur le volume et la structure de l'activité sur les marchés du crédit et les marchés financiers. Le reste de cette section est consacré à une rapide analyse, dans une optique à plus long terme, des facteurs qui sont à l'origine de certaines modifications structurelles et innovations. On y trouvera également une brève appréciation de leur signification globale pour l'intermédiation financière internationale ainsi que pour la politique économique.

La crise de l'endettement peut être considérée comme un tournant dans l'évolution récente des marchés internationaux de capitaux. Elle a pratiquement mis un terme à l'accroissement des prêts spontanés accordés sous forme de crédits consortiaux à des emprunteurs souverains d'un certain nombre d'Etats du monde en développement. Parallèlement, les ajustements opérés par plusieurs pays bénéficiant d'une bonne cote de crédit ont entraîné une diminution de leur recours au crédit bancaire. En outre, du fait de l'octroi de crédits de rééchelonnement et de prêts non spontanés dans le cadre de montages financiers officiels, les banques se sont retrouvées avec de gros portefeuilles de créances immobilisées et se sont vues dès lors dans l'obligation de les refinancer à plus long terme. Elles ont donc considérablement réduit le volume de leurs opérations de prêts consortiaux tout en modifiant leurs techniques de refinancement, en recourant moins fréquemment au marché interbancaire et en privilégiant l'émission de «notes» à taux variable à plus long terme (FRN) ou d'obligations à taux fixe

susceptibles d'être échangées dans le cadre de swaps contre des titres d'emprunt à taux variable.

Dans le même temps, la compétitivité des banques et leur rôle potentiel dans le processus d'intermédiation se sont ressentis négativement de la perception d'un affaiblissement de leurs structures de bilan en raison des difficultés liées à certains crédits internes et externes. Il en est résulté une préférence des investisseurs non bancaires pour le papier offrant les garanties les plus sûres: ils ont ainsi arbitré une partie de leurs créances bancaires contre des titres émis par des agents bénéficiant traditionnellement d'une très bonne cote de crédit. Certains émetteurs importants, notamment la Suède, ont, à leur tour, mis à profit la situation très avantageuse qui s'offrait à eux sur les marchés de capitaux pour alléger leurs charges d'intérêts par le biais d'opérations de refinancement impliquant une réduction de leur endettement bancaire direct.

La crise de l'endettement s'est également accompagnée, sur la scène internationale, d'un certain nombre de développements macro-économiques qui ont affecté la structure de l'intermédiation financière. Certains d'entre eux, tels que la disparition de l'excédent des pays de l'OPEP et l'apparition d'amples capacités de financement au Japon et en Europe, ont influé sur la forme et l'orientation des flux internationaux de capitaux. Alors que les investisseurs des pays de l'OPEP accordaient une préférence aux dépôts bancaires, les bailleurs de fonds japonais et européens – en particulier les investisseurs institutionnels – se sont montrés plus intéressés par les titres négociables, souvent en raison de contraintes d'ordre institutionnel et parce que ces instruments correspondaient mieux à la structure des échéances de leur dette. En même temps, du fait de l'apparition de déficits budgétaires considérables aux Etats-Unis et de l'ampleur des besoins de financement des autorités américaines qui en est résultée, les entreprises américaines ont été plus ou moins évincées des marchés internes du crédit, ce qui les a amenées à se financer sur le marché euro-obligataire, où elles ont reçu un accueil chaleureux.

Un autre facteur macro-économique a joué un rôle déterminant dans cette évolution: la volatilité accrue des taux d'intérêt et des taux de change qui a incité les institutions financières à mieux équilibrer la structure des échéances de leurs créances et exigibilités, en émettant des «notes» à taux variable ou en recourant aux swaps de taux d'intérêt et de devises. En outre, les banques ont recouru de plus en plus aux marchés à terme d'instruments financiers, aux options et autres instruments, tels que les contrats à terme, toutes formules susceptibles de fournir une couverture efficace contre le risque d'une évolution défavorable des taux d'intérêt et des taux de change. D'une manière plus générale, la volatilité des taux a été, en grande partie, responsable du développement de catégories d'obligations très complexes, offrant explicitement aux emprunteurs et aux prêteurs la possibilité de choisir le type de risque qu'ils souhaitent couvrir ou supporter. En dernier lieu, parmi les facteurs explicatifs du dynamisme des émissions sur les marchés internationaux (notamment dans le compartiment classique des obligations à taux fixe), on peut citer l'atténuation progressive des anticipations inflationnistes, le repli graduel des taux d'intérêt à long terme et l'orientation nettement positive des courbes de rendement.

Cependant, la modification de la structure des marchés internationaux de capitaux ne peut s'expliquer entièrement par la crise de l'endettement et des événements de nature macro-économique. La désaffection vis-à-vis de l'intermédiation bancaire directe au profit d'un recours accru aux titres — également observée sur les marchés nationaux — devrait être imputée à des facteurs plus fondamentaux, liés à la modification du cadre réglementaire et concurrentiel et qui sont susceptibles de perdurer au-delà de l'actuel climat favorable sur le marché. Presque tous les marchés nationaux ayant des ramifications internationales ont été affectés par ce mouvement, bien que les changements en question aient été nettement différents d'un pays à l'autre. Dans certains cas, ils ont pris la forme d'allègements fiscaux, dans d'autres, d'une abolition du contrôle des changes et, dans d'autres encore, d'un effacement de la distinction traditionnelle entre les types d'activités auxquelles les différentes catégories d'intermédiaires financiers peuvent se livrer. Ces mesures de libéralisation et de déréglementation ont eu plusieurs conséquences sur la nature des opérations que les secteurs bancaire et non bancaire sont désireux, et capables, d'effectuer. Elles ont, notamment, renforcé la concurrence entre institutions financières et provoqué une réduction des marges d'intermédiation pour les emprunteurs de premier rang.

L'une des conséquences de ces modifications intervenues sur les marchés de capitaux est que les autorités de surveillance ont incité les banques à suivre de plus près leurs ratios de fonds propres et à provisionner leurs créances douteuses. Eu égard au coût élevé de la constitution de fonds propres, les banques ont répondu à ces recommandations de diverses manières: du côté des ressources du bilan, elles ont eu recours à des émissions d'emprunts participatifs sous la forme principalement de «notes» à taux variable et souscrits, en majorité, par d'autres établissements bancaires; du côté des emplois, elles ont restructuré leurs portefeuilles en accordant la préférence à des opérations soumises à des exigences moins strictes, telles les opérations hors-bilan sous forme de garanties et de facilités de soutien d'émission; elles ont également réduit leurs engagements sur certaines catégories de clients, en cédant, par exemple, une partie de leur portefeuille de prêts.

Ces modifications des marchés de capitaux ont eu de multiples implications. Du point de vue de la politique économique, la principale conséquence a été une intégration plus poussée des marchés: marché national et euromarché, marché du crédit et marché financier, et marchés des différentes monnaies. Du fait de la substituabilité accrue engendrée par ce processus d'intégration, l'efficacité de l'action des autorités et la précision de certains instruments de politique micro ou macro-économique ont vraisemblablement été affectées.

La seconde implication notable concerne l'effacement de la frontière, aussi bien institutionnelle que fonctionnelle, entre les différentes catégories d'intermédiaires financiers. Dans certains pays, les banques ont développé leurs opérations dans des domaines dont elles étaient traditionnellement exclues, comme la prise ferme d'émissions de valeurs mobilières. De la même manière, la souscription d'options par les banques pour le compte de leurs clients équivaut à une forme d'assurance pour ces derniers. Par voie de conséquence, la nature des

risques encourus par tel ou tel groupe d'opérateurs, spécialement les banques, s'est modifiée, de même que s'est modifiée la répartition des risques. Par exemple, dans le cas de certaines facilités de soutien d'émission, les banques n'encourent plus de risque de crédit, facilement identifiable en termes d'engagement au bilan. L'éventualité pour la banque d'être amenée à mettre en œuvre la garantie dépend d'une modification de la cote de crédit de l'emprunteur et/ou d'un élargissement des marges d'intérêts qu'il doit consentir au marché. En outre, la garantie liée à certains nouveaux instruments comporte des risques inhérents au marché, dont la gestion est très différente, pour certains aspects, de celle que requiert l'activité traditionnelle de la banque de dépôt.

Ces modifications dans la nature et la répartition des risques doivent être accueillies favorablement si, au bout du compte, le risque est assumé par celui qui est le mieux à même de l'apprécier et de le supporter. Cependant, l'exacerbation de la concurrence à laquelle se livrent les intermédiaires financiers, l'amenuisement des marges bénéficiaires, la nouveauté et la complexité de certains de ces instruments, de même que la diminution de la transparence des marchés qui en résulte, risquent de faire naître de nouvelles difficultés. Il est d'autant plus nécessaire que les banques centrales et les autorités de tutelle de la profession bancaire surveillent de très près les multiples transformations affectant les structures du système financier et la nature des instruments utilisés et qu'elles fournissent des éléments d'appréciation ou prennent des mesures préventives là où cela paraît nécessaire.

### **Le rôle de l'Ecu dans les opérations bancaires internationales**

Après une période initiale peu active, à la fin des années soixante-dix, l'utilisation de l'Ecu en tant qu'unité de compte dans les transactions financières internationales s'est rapidement développée au cours des trois dernières années. Certes, en termes d'encours, la part des opérations libellées en Ecus dans le crédit international total demeure assez limitée. Les créances en Ecus des banques européennes de la zone déclarante s'élevaient, à fin 1984, à \$28 milliards, soit moins de 2,5% du total de leurs créances internes et externes en devises; de même, dans le compartiment à plus long terme du marché, le volume d'obligations en Ecus émises jusqu'à fin 1984 portait sur environ \$6 milliards, c'est-à-dire un peu plus de 2% de l'encours total d'euro-obligations à cette date. Mais, en dépit de ces chiffres relativement modestes, plusieurs raisons incitent à ne pas considérer son utilisation en tant qu'unité de compte dans les transactions financières internationales comme une simple curiosité institutionnelle.

Tout d'abord, le marché eurobancaire constitue déjà l'un des principaux compartiments de l'euromarché. Même si les avoirs en Ecus des banques européennes déclarantes sont beaucoup plus réduits que leurs avoirs en eurodollars, en euromarks et en eurofrancs suisses, ils représentent déjà un volume nettement plus élevé que les avoirs en euromonnaies de ces établissements en livres sterling, francs français et florins néerlandais. Sur le marché euro-obligataire,

L'Ecu et l'euromarché  
(Positions internes et externes en monnaies étrangères et en Ecus)

Monnaies	Stocks à						Flux* fin 1982 à fin 1984			
	fin décembre 1982		fin décembre 1983		fin décembre 1984		à taux de change courants		à taux de change constants à fin 1984	
	Avoirs	Engage- ments	Avoirs	Engage- ments	Avoirs	Engage- ments	Avoirs	Engage- ments	Avoirs	Engage- ments
	en milliards de dollars EU									
Deutsche mark	155,9	141,6	151,7	136,0	144,2	133,7	-15,8	-11,6	23,1	23,7
Franc suisse . . .	79,0	71,5	77,0	70,7	66,9	61,5	-14,3	-12,9	4,1	3,9
Yen japonais . . .	30,6	31,8	28,9	33,4	32,1	31,4	1,3	- 0,9	3,3	1,1
Ecu . . . . .	6,5*	5,5*	11,9	10,0	28,0	22,3	21,5*	16,8*	23,2*	18,3*
Livre sterling . . .	15,5	18,0	14,8	16,4	16,5	17,5	0,2	- 1,2	4,7	4,0
Franc français	13,5	15,7	15,3	15,5	13,3	13,5	- 1,0	- 2,9	3,1	2,0
Florin néerlandais	14,3	13,8	15,7	14,0	13,1	12,3	- 1,4	- 1,5	2,3	2,1
Franc belge . . .	7,1	6,3	7,1	6,0	7,9	7,2	0,7	0,8	2,5	2,4
Lire italienne . . .	2,7	3,6	3,3	3,8	4,2	4,8	1,3	0,8	2,1	2,0
<i>Pour mémoire:</i>										
Dollar EU . . .	831,6	868,6	867,3	906,6	888,5	936,7	25,7	36,8	25,7	36,8

Remarque: positions des banques en Europe uniquement. \* = Estimations.

\* En raison d'interruptions dans les séries, ces chiffres de flux ne peuvent pas être déduits des chiffres de stocks donnés dans le tableau.

L'Ecu était, à fin 1984, la principale monnaie de support d'émissions obligataires après le dollar, le deutsche mark, la livre sterling et le dollar canadien.

Ensuite, le marché de l'Ecu a connu, au cours des trois dernières années, un développement particulièrement prononcé, compte tenu du ralentissement général de l'activité de crédit bancaire international. A fin 1984, les avoirs en Ecus détenus par les banques européennes déclarantes dépassaient de \$21,5 milliards, en dollars courants, le niveau atteint deux années auparavant. En revanche, la valeur, exprimée en dollars courants, de leurs avoirs en euro-deutsche marks et en eurofrancs suisses a diminué de \$16 milliards et de \$14 milliards respectivement au cours de cette période, alors que leurs avoirs en yens ne s'accroissaient que de \$1 milliard. Seuls leurs actifs en dollars ont enregistré, en valeur absolue, une progression légèrement plus forte que les actifs en Ecus, soit \$26 milliards. Cette évolution a, bien évidemment, été influencée par les variations de change liées à l'appréciation du dollar. Mais, même en supposant (hypothèse plutôt irréaliste) que, sur une période de deux ans, la part des diverses monnaies dans les positions créditrices n'a pas été influencée par les fluctuations du dollar, ce qui revient donc à recalculer les montants à fin 1982 sur la base des taux de change en vigueur à fin 1984, on constate que la progression de \$23 milliards des avoirs en Ecus des banques déclarantes a été similaire à celle de leurs avoirs en deutsche marks et nettement plus forte que celle de leurs créances en francs suisses et en yens. Sur les marchés euro-obligataires, la

première émission en Ecus remonte à avril 1981. En 1982, le volume des nouvelles émissions obligataires en Ecus atteignait \$0,8 milliard et, en 1984, près de \$3 milliards.

En dernier lieu, le rapide développement du marché de l'Ecu s'est accompagné d'une diversification et d'une complexité croissante des techniques mises en œuvre. On y trouve des instruments couvrant toute la gamme des échéances possibles et assortis de taux d'intérêt fixes ou variables; d'autre part, le marché obligataire propose, outre les émissions de type classique, des obligations à coupon zéro, des titres comportant une clause de participation aux bénéfices et des obligations convertibles. Enfin, les intervenants sur ce marché ne se limitent pas aux pays de la CEE mais englobent, par exemple, les pays d'Europe de l'Est et l'Amérique du Nord.

Comment expliquer cette expansion rapide de l'utilisation de l'Ecu en tant qu'unité de compte dans les opérations financières internationales et comment apprécier ses perspectives de développement? Pour répondre à ces questions, il peut être opportun d'étudier d'abord de plus près le marché bancaire en Ecus, dont l'évolution chiffrée est particulièrement impressionnante.

Le tableau de la page 151 présente une ventilation des positions en Ecus des banques européennes déclarantes. L'une des caractéristiques dominantes est la part relativement réduite des opérations directes avec le secteur non bancaire, surtout du côté des ressources du marché, puisque les engagements à l'égard des entités non bancaires, à la fin de 1984, ne s'élevaient qu'à \$2 milliards sur un montant total de \$22,3 milliards. Les créances directes détenues sur le secteur non bancaire (\$7,9 milliards), tout en dépassant sensiblement les engagements, représentent moins de 30% du total des avoirs en Ecus. Il est également frappant de constater que la plus grande partie (\$4,8 milliards) des crédits en Ecus au secteur non bancaire correspond à des crédits internes, notamment à des résidents italiens et français (comme le montre le tableau de la page 152). Plus du tiers du total (\$3,1 milliards) des prêts externes en Ecus au secteur non bancaire a concerné des emprunteurs italiens, alors que les \$2 milliards restants sont répartis de manière assez uniforme, avec notamment quelques emprunteurs non européens. Du côté des ressources du marché, les résidents locaux ont effectué \$0,9 milliard de dépôts, fournis pour plus des trois quarts par des résidents des pays du Benelux. Les dépôts externes des entités non bancaires ont totalisé \$1,1 milliard, les résidents des pays du Benelux intervenant pour près de 45% dans ce montant, le reste se répartissant entre plusieurs pays. Au total, on constate, du côté des emplois, que plus de la moitié des prêts (environ 55% du total) aux entités non bancaires est allée aux résidents italiens, tandis que, du côté des ressources, les résidents des pays du Benelux ont fourni près de 60% du total des dépôts du secteur non bancaire.

L'écart considérable de \$6 milliards entre le montant total des avoirs et des engagements bancaires vis-à-vis du secteur non bancaire à fin 1984 explique également en grande partie pourquoi les engagements globaux en Ecus des banques sont sensiblement inférieurs à leurs avoirs. En d'autres termes, comme les banques n'ont pas réussi à s'appuyer sur une base de dépôts non bancaires

**Structure du marché bancaire de l'Ecu**

	Avoirs		Engagements	
	fin 1983	fin 1984	fin 1983	fin 1984
	en milliards de dollars EU			
<b>Positions sur entités non bancaires:</b>				
internes . . . . .	2,7	4,8	0,5	0,9
externes au sein de la CEE . . . . .	0,8	1,7	0,4	0,6
externes auprès de résidents hors CEE . . . . .	0,2	0,8	0,1	0,4
non attribué . . . . .	0,2	0,6	0,1	0,1
<b>Ensemble des positions sur entités non bancaires . . . . .</b>	<b>3,9</b>	<b>7,9</b>	<b>1,1</b>	<b>2,0</b>
<b>Positions sur banques:</b>				
internes . . . . .	2,3	5,2	2,5	5,3
externes au sein de la CEE . . . . .	5,3	12,7	5,7	13,1
externes auprès de résidents hors CEE . . . . .	0,3	1,3	0,6	1,4
non attribué . . . . .	0,1	0,9	0,1	0,5
<b>Ensemble des positions interbancaires . . . . .</b>	<b>8,0</b>	<b>20,1</b>	<b>8,9</b>	<b>20,3</b>
<b>Total . . . . .</b>	<b>11,9</b>	<b>28,0</b>	<b>10,0</b>	<b>22,3</b>

suffisante, elles ont dû, en définitive, créer elles-mêmes la plupart des Ecus nécessaires au financement de leur activité de prêts finals en Ecus. A cet effet, elles ont soit emprunté les monnaies qui composent le panier de l'Ecu soit, plus simplement, constitué une créance libellée en Ecus avec couverture, sur les marchés à terme, du risque de change.

Le montant limité des opérations externes avec le secteur non bancaire signifie que, dans son acception vraiment internationale, le marché de l'Ecu est avant tout un marché interbancaire. En particulier, si on se limite aux créances interbancaires dans la zone déclarante, la part des opérations interbancaires dans le total des activités externes des banques en Ecus a été nettement supérieure à celle de la plupart des autres compartiments de l'euromarché, notamment de l'eurodollar, de l'eurodeutsche mark, de l'eurofranc suisse et de l'euroflorin néerlandais.

Cette prépondérance des positions interbancaires se comprend mieux si l'on considère le marché de l'Ecu du point de vue du rôle des différents centres du marché. Il ressort du tableau suivant qu'à fin 1984 les banques de quatre centres (France, Benelux, Italie et Royaume-Uni) avaient réalisé la presque totalité des opérations en Ecus, soit 94% environ. Par ailleurs, aucun de ces centres n'a été réellement prédominant, alors que, dans les autres secteurs de l'euro-marché, l'activité tend à se concentrer sur un ou deux centres (généralement le Royaume-Uni).

Le rôle de ces quatre centres a pourtant été sensiblement différent en ce qui concerne les opérations avec le secteur non bancaire. Les banques italiennes

**Rôle des divers centres dans les opérations bancaires en Ecus  
à fin décembre 1984**

Rubriques	Avoirs					Engagements				
	Total	dont à l'égard des				Total	dont à l'égard des			
		non-résidents		résidents			non-résidents		résidents	
	secteur bancaire	secteur non bancaire	secteur bancaire	secteur non bancaire	secteur bancaire	secteur non bancaire	secteur bancaire	secteur non bancaire		
en milliards de dollars EU										
Pays d'implantation des banques:										
Belgique . . . . .	4,8	3,5	0,6	0,7	-	2,9	1,8	0,3	0,6	0,2
Luxembourg . . . . .	2,2	0,9	0,8	0,4	0,1	2,1	0,9	0,3	0,6	0,3
France . . . . .	9,1	4,9	0,7	2,4	1,1	6,1	3,5	0,1	2,4	0,1
Italie . . . . .	5,6	1,7	-	0,6	3,3	5,8	5,2	0,1	0,5	-
Royaume-Uni . . . . .	4,8	3,0	0,6	1,1	0,1	3,9	2,6	0,1	1,1	0,1
Autres pays* . . . . .	1,5	0,9	0,4	-	0,2	1,5	1,0	0,2	0,1	0,2
<b>Total . . . . .</b>	<b>28,0</b>	<b>14,9</b>	<b>3,1</b>	<b>5,2</b>	<b>4,8</b>	<b>22,3</b>	<b>15,0</b>	<b>1,1</b>	<b>5,3</b>	<b>0,9</b>

\* Allemagne, Autriche, Danemark, Espagne, Irlande, Pays-Bas et Suède.

détenaient à elles seules 42% du total des créances sur les entités non bancaires, la presque totalité de leurs prêts au secteur non bancaire (\$3,3 milliards) étant octroyée à des résidents. Mais, d'un autre côté, les établissements de crédit italiens n'ont pas été en mesure d'attirer un volume appréciable de dépôts en Ecus du secteur non bancaire national, du fait surtout de l'existence du contrôle des changes. Ils ont donc financé en grande partie leurs crédits en Ecus en se portant emprunteurs nets à l'étranger sur le marché interbancaire de l'Ecu.

Les banques belges et luxembourgeoises, considérées globalement, ont contribué, en revanche, pour une large part (45%) au total des prêts externes au secteur non bancaire; elles sont également les seules à avoir collecté un important volume de dépôts auprès des entités non bancaires; il s'est agi sans doute essentiellement de petits déposants. Globalement, les banques belges bénéficiaient donc d'une importante position créditrice nette en Ecus et ont joué le rôle de pourvoyeurs nets de fonds sur le marché interbancaire externe des prêts en Ecus.

Les banques françaises ont occupé une position intermédiaire. Par suite de l'intérêt manifesté par certaines grandes entreprises nationales pour les emprunts en Ecus, elles ont été à même de constituer quelque \$1,1 milliard de créances en Ecus sur les résidents du secteur non bancaire. Mais, en l'absence d'une vaste clientèle nationale, elles ont eu tendance à se concentrer sur les prêts externes en Ecus, en participant notamment au financement des opérations des banques sises en Italie. Du côté des ressources, le maintien du contrôle des changes en France pour les résidents les a amenées à financer leurs opérations en Ecus presque exclusivement par conversion de monnaies ou d'emprunts à l'étranger sur le marché interbancaire de l'Ecu. En effet, avec une position créditrice nette globale en Ecus de \$3 milliards, les banques françaises

ont été les principales «créatrices» d'Ecus, devançant les quatre principaux centres du marché.

A la différence des banques belges et italiennes, les banques britanniques ne disposaient d'aucune base de dépôts non bancaires, même limitée; en l'absence d'une demande nationale, dont bénéficiaient les banques italiennes et, dans une moindre mesure, françaises, elles ont eu tendance à se spécialiser dans les opérations du marché interbancaire. Cette tendance a été encouragée par la présence sur la place de Londres de nombreux établissements de banques étrangères, dont certains sont, en grande partie, à l'origine de la participation croissante du Royaume-Uni aux opérations en Ecus.

Dans les autres centres pour lesquels on dispose de données, le volume des opérations en Ecus est resté fort modeste. Le total global des avoirs et engagements en Ecus dans ces pays, à fin 1984, s'est élevé à \$1,5 milliard et a correspondu, pour la presque totalité, à des opérations avec les non-résidents.

Du fait de l'extension de la base géographique des opérations bancaires en Ecus, le rôle complémentaire joué par les différents centres a été un facteur important de la prépondérance quantitative des opérations interbancaires. Un autre facteur d'influence a été la concentration évidente de la création d'Ecus sur un nombre restreint de banques qui déterminent le marché. Cela a conféré une nouvelle dimension au réseau des relations interbancaires. De plus, on peut penser que la volonté affichée par certaines banques d'importance secondaire d'être présentes sur ce marché en rapide expansion, en partie pour des raisons de prestige, a contribué à cette expansion.

En résumé, il semble que le principal stimulant du développement du marché bancaire de l'Ecu doit être recherché du côté des créances, près de trois quarts des emprunts ayant été le fait d'entités non bancaires italiennes et françaises. En revanche, les dépôts du secteur non bancaire n'ont guère contribué au développement de ce marché, et les résidents des pays du Benelux ont été les seuls à constituer des dépôts de montants significatifs. Au vu de cet apport limité de dépôts du secteur non bancaire, les Ecus alimentant l'activité de prêts finals des banques ont dû être en grande partie créés par le système bancaire lui-même. A cet égard, les banques françaises et belges ont joué un rôle déterminant.

En ce qui concerne les marchés obligataires en Ecus, les organismes publics européens semblent avoir été à l'origine de près de 30% des émissions lancées avant fin 1984. Les organismes français, principalement des établissements ou entreprises du secteur public, se sont placés au deuxième rang des emprunteurs, avec près de 24% du total des émissions, contre 5-6% dans chaque cas pour la Banque mondiale et les emprunteurs italiens. On ne dispose d'aucune information précise sur la nationalité des détenteurs de ces obligations, mais il semble, une fois de plus, que les investisseurs belges aient largement souscrit aux émissions libellées en Ecus. De plus, étant donné la possibilité d'emprunter en Ecus sur les marchés nationaux et l'assouplissement partiel du contrôle des changes en faveur de ce type d'opérations, il est permis de penser

que les investisseurs italiens et français se sont, eux aussi, portés acquéreurs d'obligations en Ecus. Pour ce qui est des pays hors CEE, il apparaît que les investisseurs suisses et japonais ont manifesté un intérêt tout particulier pour les titres libellés en Ecus, et, plus récemment, quelques émissions en Ecus, les premières à être libellées en une unité autre que le dollar, ont été lancées aux Etats-Unis.

Parmi les facteurs qui ont contribué, ces dernières années, au développement rapide du rôle de l'Ecu comme unité de compte dans les transactions internationales, l'un des plus importants a probablement été sa relative stabilité. Constitué d'un panier de monnaies, l'Ecu est moins soumis aux fluctuations vis-à-vis d'autres monnaies européennes ou du dollar que les diverses monnaies de la CEE qui le composent; le taux d'intérêt servi sur les avoirs en Ecus est donc nécessairement stable. Ainsi, en cas d'aversion aux risques, l'Ecu peut offrir des avantages, à la fois pour les emprunteurs et les investisseurs, spécialement dans un monde caractérisé par d'amples variations du cours du dollar et des taux d'intérêt. En ce qui concerne les emprunteurs, le recours aux instruments libellés en Ecus semble avoir surtout été le fait d'entreprises et d'organismes de pays où les taux d'intérêt nominaux sont élevés; les emprunts en Ecus constituaient, en effet, pour eux une solution de remplacement moins coûteuse aux emprunts en dollars, en raison de leurs moindres charges d'intérêts et, sauf ces derniers mois, du fait qu'on leur attribue des perspectives d'appréciation plus réduites. En outre, pour les entreprises disposant d'un réseau de filiales dans plusieurs pays de la CEE, les emprunts en Ecus ont vraisemblablement été plus pratiques et moins coûteux qu'un recours fractionné au crédit sur divers marchés nationaux. En dernier lieu, il semble que, dans certains pays de la CEE, une part croissante du commerce extérieur soit facturée, et même en partie réglée, en Ecus, ce qui se traduit automatiquement par un certain volume d'emprunts en Ecus pour le financement des échanges commerciaux.

Pour les investisseurs, l'Ecu constitue un instrument commode qui leur permet d'éviter le dollar, sans qu'ils aient à accepter les taux relativement bas sur le deutsche mark ou le franc suisse. Pour les résidents de pays connaissant des taux d'inflation relativement élevés, les avoirs en Ecus représenteraient, bien évidemment, une solution de rechange particulièrement intéressante aux placements libellés en monnaie nationale; mais, dans ce domaine, l'utilisation de l'Ecu se trouve en général limitée par la réglementation des changes, ce qui explique sans doute en grande partie la modicité des dépôts en Ecus des agents non bancaires sur le marché bancaire international. Finalement, on a observé, notamment dans les pays du Benelux, une amorce d'utilisation de l'Ecu en tant que moyen de paiement, notamment sous forme de cartes de crédit, de chèques de voyage et de comptes courants libellés en Ecus.

Les encouragements prodigués par les autorités ont également contribué, dans une large mesure, à l'utilisation accrue de l'Ecu dans les transactions internationales. Comme signalé précédemment, une part notable des émissions d'obligations libellées en Ecus a été le fait d'institutions des Communautés européennes et d'organismes publics de pays membres de la CEE. En outre, le contrôle des changes a été récemment assoupli en France pour permettre aux

résidents d'acquiescer des obligations en Ecus. En revanche, en Allemagne, l'utilisation privée de l'Ecu continue d'être entravée par la loi.

Au vu de la grande diversité du marché de l'Ecu et de sa vaste assise institutionnelle, l'utilisation de cet instrument semble devoir constituer une caractéristique durable des marchés financiers internationaux. On peut toutefois se poser les questions suivantes: le marché de l'Ecu pourra-t-il continuer à se développer au même rythme qu'au cours de ces deux dernières années et atteindre les dimensions du marché de l'eurofranc suisse ou même de l'euro-deutsche mark? Sa croissance se stabilisera-t-elle, au contraire, autour des taux moyens de progression observés dans les autres compartiments de l'euro-marché? L'une des conditions requises pour la poursuite d'un développement nettement supérieur à la moyenne du marché bancaire de l'Ecu semble être une extension du champ géographique des opérations de prêt, en dehors de l'Italie et de la France, et un élargissement de l'assise de dépôts du secteur non bancaire en dehors des pays du Benelux. Enfin, en ce qui concerne plus particulièrement le marché obligataire de l'Ecu, une autre condition pourrait être le maintien de la situation actuelle, où les taux de change entre les monnaies du SME sont plus stables que les taux de change de ces monnaies vis-à-vis du dollar. La réalisation de cette dernière condition ne dépend pas seulement de l'évolution future de la monnaie américaine, mais aussi de la poursuite de la convergence de l'évolution des prix dans les pays de la Communauté.

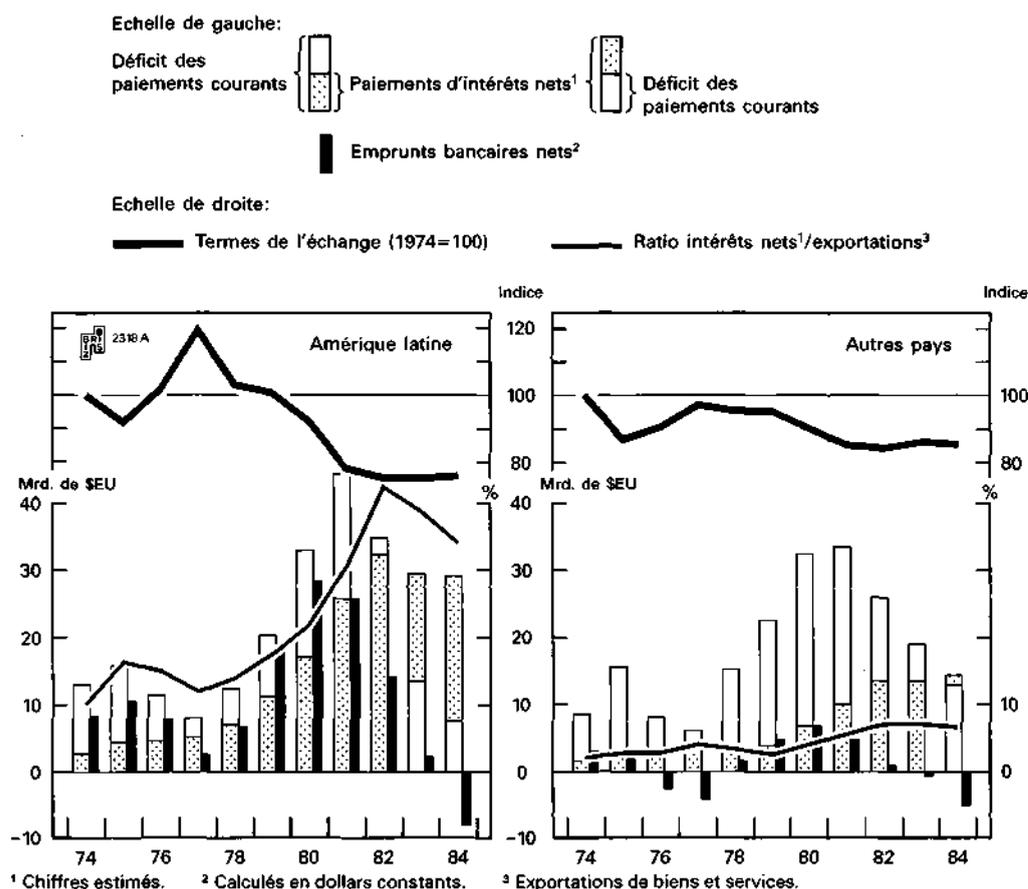
### **Situation de l'endettement international**

Sous l'effet de la reprise économique dans le monde industrialisé, conduite par les Etats-Unis, de la poursuite des efforts d'ajustement d'un certain nombre de pays débiteurs et des politiques pragmatiques mises en œuvre par les banques créancières, une certaine amélioration a été constatée l'an dernier sur le front de l'endettement international. En même temps, la diversité de situations des pays endettés a confirmé la validité de l'approche cas par cas adoptée depuis 1982.

En 1984, les pays en développement non membres de l'OPEP en tant que groupe sont de nouveau parvenus à améliorer sensiblement la situation de leurs comptes extérieurs. Ils ont ramené à \$20,5 milliards le déficit cumulé de leur balance des opérations courantes, soit une diminution de \$12 milliards. En outre, contrairement à l'évolution notée en 1983, ce redressement a permis à de nombreux pays, grâce à la progression notable des exportations, d'accroître leurs importations et de bénéficier d'une certaine reprise de l'activité économique intérieure.

L'aspect le plus important de l'amélioration de la situation de l'endettement international est qu'elle a concerné des pays latino-américains non membres de l'OPEP, dont les ratios d'endettement bancaire sont beaucoup plus élevés que ceux du reste des pays en développement et pour lesquels l'effort d'ajustement était particulièrement urgent. L'ampleur des progrès réalisés par ces pays apparaît peut-être plus nettement dans les résultats des opérations courantes, hors versements d'intérêts nets, puisqu'un déficit d'environ \$20 milliards en 1981 a fait place à un excédent de près de \$22 milliards en 1984.

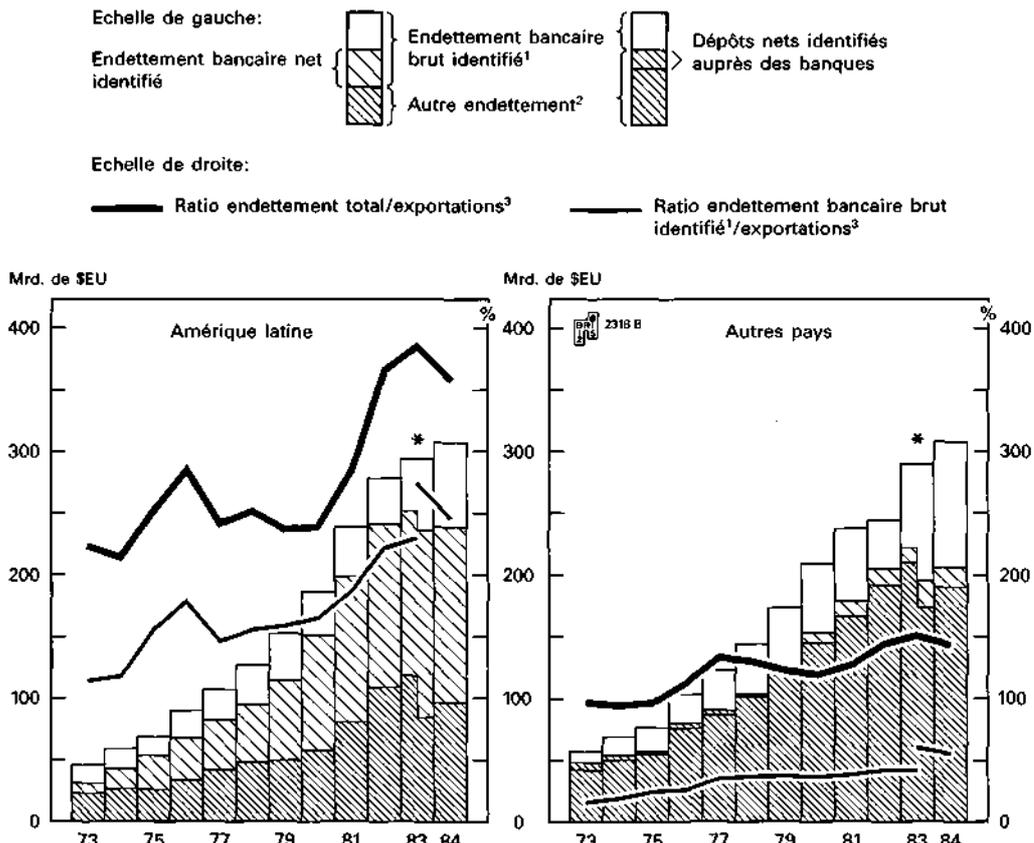
**Facteurs agissant sur les besoins d'emprunt et recours au financement bancaire international des pays en développement non membres de l'OPEP, 1974-84**



La situation globale des pays latino-américains non producteurs de pétrole a, bien évidemment, été largement influencée par l'évolution intervenue dans les trois principaux pays de ce groupe, Brésil, Mexique et Argentine, qui ont tous enregistré de confortables excédents du commerce extérieur l'année dernière (voir Chapitre V, pages 122 et 123). Par suite de la forte expansion des exportations au Brésil et au Mexique, pour l'ensemble de l'Amérique latine le ratio endettement/exportations de biens et services a diminué pour la première fois depuis 1979. De même, bien que sur l'année entière les taux d'intérêt moyens sur le dollar aient été plus élevés qu'en 1983, le ratio intérêts nets/exportations, qui avait déjà amorcé une baisse l'année précédente, est revenu à 34%, soit une diminution de 20% par rapport au niveau record de 42,4% en 1982. Le recul prononcé des taux d'intérêt américains durant les derniers mois de 1984 donne à penser que ce ratio va continuer de diminuer de façon sensible.

Dans le reste des pays en développement non membres de l'OPEP, où le fardeau de la dette est, en règle générale, moins élevé qu'en Amérique latine, la

Evolution de l'endettement international des pays en développement non membres de l'OPEP, 1973-84



\* Rupture dans les séries due à l'élargissement de la couverture des statistiques bancaires internationales de la BRI.  
<sup>1</sup> Envers les banques sises dans les pays déclarants de la BRI. <sup>2</sup> Estimation. <sup>3</sup> Exportations de biens et services.

situation a évolué d'une façon particulièrement favorable pour la plupart des pays du Sud-Est asiatique. Grâce à une structure économique axée sur les exportations, ces pays ont bénéficié plus que proportionnellement de la reprise globale des échanges mondiaux; et, à l'exception des Philippines, l'amélioration générale de leur cote de crédit leur a permis de se procurer de l'argent frais à des conditions très favorables. En revanche, la situation est restée préoccupante dans la majorité des pays africains, qui n'ont pu participer que de façon marginale au mouvement général de redressement des exportations et ont dû continuer à faire fond sur une compression de leurs importations pour améliorer leurs paiements extérieurs. Toutefois, dans leur cas, le rôle des crédits bancaires internationaux n'a pas été aussi important que pour l'Amérique latine et l'engagement des banques sur les pays africains non membres de l'OPEP est, somme toute, relativement modeste.

Les pays d'Europe de l'Est ont fait état d'une nouvelle amélioration de leurs balances des paiements courants et, pour la troisième année consécutive,

ils ont réduit leur endettement bancaire net. Par voie de conséquence, et à l'exception de la Pologne, la plupart de ces pays ont de nouveau pu accéder librement aux marchés de crédit occidentaux ou sont en passe de le faire.

Un autre élément expliquant l'atténuation des problèmes d'endettement international, et qui n'est certainement pas sans lien avec le précédent, est la souplesse dont ont fait preuve les créanciers bancaires. Conscientes que, en dépit de la remarquable amélioration de la balance des paiements de nombreux pays débiteurs, il faudrait des années pour rétablir une situation de marché normale, les banques ont de plus en plus privilégié les programmes de rééchelonnement pluriannuels par rapport aux dispositifs annuels ou bisannuels avec les pays débiteurs. En septembre 1984, le comité directeur représentant les banques créancières du Mexique est parvenu à un accord avec ce pays; il prévoit le rééchelonnement, sur une période de quatorze ans, de \$48,7 milliards de dettes contractées par le secteur public et venant initialement à échéance entre 1982 et 1990, la réduction à 1½% de la marge au-dessus du LIBOR, sans versement de commissions. A la suite d'un accord entre le FMI et les autorités mexicaines sur un nouveau programme économique, l'ensemble des banques créancières a finalement ratifié, en mars 1985, une première tranche de \$28,6 milliards de ce dispositif. Cet accord a marqué un tournant dans l'approche des problèmes d'endettement international puisqu'il a clairement démontré que les banques étaient disposées à récompenser les progrès tangibles réalisés sur la voie de l'ajustement par l'octroi de conditions beaucoup plus favorables pour le service futur de la dette. En décembre 1984, l'Argentine et le comité directeur représentant les banques créancières sont tombés d'accord sur une proposition de rééchelonnement de \$16 milliards de dettes, sur douze ans, avec une marge de 1½% au-dessus du LIBOR et l'octroi à l'Argentine de \$4,2 milliards de nouveaux crédits. Au Brésil, un accord de principe a été conclu, en février 1985, avec le comité directeur, prévoyant la restructuration de \$45,3 milliards de dettes sur une période de seize ans à 1½% au-dessus du LIBOR. Il convient de noter toutefois qu'aucun de ces accords n'est entré en vigueur jusqu'à présent.

Des dispositions comparables ont été négociées avec un certain nombre de pays latino-américains ou autres, comme la Pologne et les Philippines. Dans le cas des pays en développement d'Amérique latine non membres de l'OPEP, les montants concernés représentent plus de la moitié de l'encours total de la dette bancaire à fin 1984. Outre un étalement des échéances de remboursement des prêts, ces accords comportent, dans tous les cas, une réduction significative des marges appliquées par les banques. Par ailleurs, de nombreuses négociations se sont déroulées parallèlement pour le rééchelonnement de dettes contractées auprès d'organismes publics dans le cadre du Club de Paris et/ou l'octroi d'argent frais par le FMI.

En ramenant la charge du service de la dette à des niveaux plus supportables, les accords de rééchelonnement sont non seulement destinés à procurer un répit indispensable aux pays débiteurs en difficulté, mais ils se révèlent également bénéfiques pour les banques créancières elles-mêmes. D'une part, ils devraient contribuer à renforcer la capacité des pays débiteurs d'honorer leurs

obligations contractuelles (renégociées) vis-à-vis des banques; ils peuvent ainsi préserver la classification, dans le bilan des banques, des créances détenues sur ces pays en reconnaissant qu'elles sont véritablement à long terme. D'autre part, en rendant superflu le recours à de fréquentes négociations de rééchelonnement et en éliminant toute conséquence néfaste éventuelle sur l'opinion du marché, ces accords peuvent faciliter le retour à des conditions de marché plus normales.

Un autre élément qui a sensiblement contribué à réduire la vulnérabilité des banques créancières a été le renforcement endogène de leurs bilans. L'évolution favorable des bénéfices a permis aux banques de renforcer leurs réserves et leurs provisions pour créances irrécouvrables. En outre, comme décrit précédemment dans ce chapitre, elles ont profité des conditions favorables prévalant sur les marchés obligataires internationaux pour émettre des titres et renforcer leurs fonds propres, réduisant ainsi leur dépendance vis-à-vis des financements interbancaires. Elles ont également cherché à améliorer la qualité de leurs portefeuilles d'actifs internationaux, affectés par l'immobilisation effective d'une grande partie des créances qu'elles détenaient sur les pays en développement, grâce à l'acquisition de «notes» à taux variable émises par des emprunteurs de premier rang.

L'un des points sur lequel les banques non américaines ont généralement insisté lors des négociations de rééchelonnement est la possibilité de libeller leurs créances dans leur monnaie nationale au lieu et place du dollar. Cette formule présente, pour les établissements en question, l'avantage de pouvoir s'adresser au marché national pour consolider leurs créances sur les pays débiteurs en difficulté, au lieu d'avoir recours au marché international du dollar. Pour les pays débiteurs, le remplacement du dollar par des monnaies comme le deutsche mark, le yen ou le franc suisse équivaut, dans les circonstances actuelles, à un allègement substantiel de leurs charges d'intérêts; d'un autre côté, ils courent le risque de voir s'alourdir le fardeau de leur dette dans le cas d'un retournement de tendance du dollar sur les marchés des changes, ce qui, à court terme, risquerait d'annuler en grande partie l'avantage de taux d'intérêt. Par ailleurs, un abandon des marchés du dollar par les banques non américaines au profit du marché interne tendra à renforcer la monnaie américaine sur le marché des changes.

Malgré les progrès accomplis l'année dernière, la situation de l'endettement international demeure, pour de nombreuses raisons, un sujet de préoccupation réclamant toute l'attention et la coopération de l'ensemble des parties concernées.

En premier lieu, dans la plupart des cas, les accords de rééchelonnement pluriannuels ne sont pas encore ratifiés par toutes les banques créancières concernées ni entrés en application. La complexité de ces opérations et le nombre des établissements concernés expliquent en partie ce retard. Mais on a également vu surgir, dans certains pays débiteurs, des difficultés économiques ou politiques d'ordre interne qui ont entravé la réalisation des conditions négociées avec le FMI et une suspension du dialogue avec les banques créancières

dans l'attente de la mise en place d'un nouveau programme du FMI. Cela a été notamment le cas au Brésil et en Argentine.

En deuxième lieu, l'application des mesures d'ajustement s'est effectuée lentement, sauf pour les taux de change et le commerce extérieur. Les efforts de compression des déficits budgétaires, pourtant impressionnants par rapport aux résultats de certains pays industriels dans ce domaine, ont été insuffisants dans la plupart des cas et des progrès n'ont guère été réalisés dans la lutte contre l'inflation. En fait, l'inflation s'est accélérée l'année dernière en Argentine et au Brésil. Même le Mexique, où la hausse annuelle des prix a été ramenée de 100% à 65%, n'a pas réussi à respecter l'objectif fixé en accord avec le FMI. Ainsi, du fait en grande partie de cette situation financière instable, la reprise, pourtant indispensable, de l'activité d'investissement interne ne s'est pas produite. En pourcentage du PNB, l'investissement n'a progressé que de façon marginale au Brésil et au Mexique et a même reculé en Argentine.

En troisième lieu, le succès limité des processus d'ajustement sur le front économique interne doit être considéré dans le contexte d'une inversion massive, pendant près de trois ans, des flux de capitaux dont ont bénéficié les pays en développement non membres de l'OPEP. En 1984, pour la première fois depuis le premier choc pétrolier de 1973 et en dépit de l'octroi de nouveaux prêts dans le cadre d'accords de rééchelonnement, les créances nettes des banques de la zone déclarante de la BRI envers les pays en développement latino-américains hors OPEP ont diminué de près de \$8 milliards. En outre, les versements d'intérêts (déduction faite de la rémunération des réserves publiques de change) de ces pays sur leur endettement extérieur brut peuvent être estimés à près de \$30 milliards en 1984. Certes, en théorie, les versements d'intérêts devraient être couverts par le produit d'investissements antérieurs, financés au moyen de capitaux étrangers, et ne devraient donc pas constituer une charge supplémentaire pour les pays débiteurs. Cependant, la plupart de ces investissements ont été effectués à une époque où les taux d'intérêt étaient beaucoup plus bas; de plus, certaines décisions d'investissement n'ont pas été prises à bon escient ni entérinées par l'évolution économique mondiale ultérieure et les politiques commerciales des pays industrialisés; enfin, une grande partie des capitaux empruntés auparavant n'a pas été affectée à l'accroissement de l'investissement, mais a servi à couvrir la hausse des importations pétrolières ou ont donné lieu à des sorties illégales de capitaux privés. On sait que, dans ce cas, les revenus d'intérêts ne sont généralement pas rapatriés.

Une inversion des flux de l'ampleur de celle qui a été constatée en 1984 peut difficilement durer longtemps, et il est indispensable de rétablir, dès que possible, un apport net de capitaux en faveur de ces pays pour compenser, partiellement, leur charge d'intérêts. La faiblesse des cours des matières premières, conjuguée avec des taux d'intérêt relativement élevés sur les prêts en dollars, continue de peser lourdement sur les pays débiteurs en difficulté. Il est donc de la plus haute importance que les banques continuent à faire preuve, dans leur propre intérêt d'ailleurs, de patience et de souplesse et qu'elles résistent à la tentation — bien naturelle — de fermer définitivement le robinet du crédit pour certains groupes de pays débiteurs.

Même dans l'hypothèse d'un retour à des conditions de marché normales, des considérations de bonne gestion bancaire tendront à maintenir l'octroi de nouveaux prêts bancaires à ces pays dans les limites de la croissance générale des bilans des banques. La possibilité que d'autres types de mouvements de capitaux prennent le relais du crédit bancaire dépendra de la capacité des débiteurs de restaurer la confiance et de rétablir des conditions de stabilité financière dans l'économie interne. La réalisation de progrès convaincants dans ces deux derniers domaines contribuerait à attirer davantage d'investissements étrangers sous forme de participations et faciliterait l'accès de ces pays aux marchés financiers internationaux. Ces progrès réduiraient, en outre, les incitations à de nouvelles fuites de capitaux et pourraient même permettre le rapatriement d'une partie des fonds; il convient de reconnaître cependant que, ces dernières années, il était difficile pour les pays débiteurs de faire face à la conjonction d'une exceptionnelle fermeté des taux d'intérêt réels américains et de la vigueur du dollar.

En dernier lieu, l'évolution intervenue en 1984 a montré une fois de plus qu'une solution axée sur les forces du marché au problème de l'endettement international passe par un environnement économique favorable dans les pays industrialisés eux-mêmes. Il est indispensable que ces derniers procurent des possibilités de développement suffisantes aux exportations des pays débiteurs, en maintenant leurs marchés ouverts et en continuant d'enregistrer un taux de croissance économique satisfaisant. Sinon les pays en développement ne pourront vraisemblablement pas respecter leurs obligations de service de la dette sans s'imposer une dose de rigueur interne susceptible de compromettre leur croissance économique et leur stabilité économique et politique à long terme. La rapidité avec laquelle le récent ralentissement de l'économie américaine s'est traduit, au début de cette année, par une contraction prononcée des exportations de certains des principaux pays débiteurs témoigne de la fragilité de la situation de l'endettement international et du degré élevé d'interdépendance de l'économie mondiale. Un essoufflement, même temporaire, de la croissance dans les pays industrialisés ne pourrait probablement pas être surmonté sans engendrer une nouvelle détérioration sur le front de l'endettement, à moins qu'il ne s'accompagne d'un nouveau recul des taux d'intérêt sur le dollar.

Au-delà de la responsabilité qui incombe aux pays industrialisés pour créer un climat économique mondial favorable et maintenir leurs frontières ouvertes aux importations des pays en développement, il faut que les débiteurs puissent compter durablement sur l'aide et le soutien financiers directs des gouvernements et institutions internationales. C'est particulièrement vrai dans le cas de certains petits pays africains, par exemple, où l'on ne peut guère espérer que les forces du marché engendrent à elles seules l'amélioration nécessaire.

Pour conclure sur une note optimiste, après les succès remportés par certains des principaux pays débiteurs en matière de balance des paiements, il faudrait que l'effort d'ajustement soit poursuivi et qu'une place plus grande soit laissée aux mécanismes du marché et ce, dans l'intérêt même de leur propre croissance économique à long terme. De même, dans le cas des pays industrialisés,

les politiques indispensables pour encourager l'investissement privé, atténuer les rigidités et réduire le niveau intolérable du chômage contribueraient également à assurer un environnement économique favorable aux pays en développement. En d'autres termes, il n'existe aucune contradiction majeure entre les différentes mesures exigées des pays en développement, d'une part, et des pays industrialisés, d'autre part, pour obtenir une nouvelle amélioration de la situation de l'endettement international.

## VII. LA SCÈNE MONÉTAIRE INTERNATIONALE

### Faits saillants

Ce chapitre est consacré à l'examen des développements intervenus dans trois domaines de la scène monétaire internationale – marchés des changes, marché de l'or et liquidité internationale, qui ont tous été fortement influencés par l'évolution de la balance américaine des paiements, analysée au Chapitre V.

Au cours de la période sous revue, deux traits dominants ont caractérisé l'évolution sur les marchés des changes. Premièrement, la nouvelle appréciation substantielle du dollar, dont le taux de change pondéré en fonction des échanges commerciaux a gagné plus de 20% au cours de 1984 et des deux premiers mois de 1985; cette hausse a été alimentée par un volume croissant d'entrées spontanées de capitaux aux Etats-Unis, malgré le déficit record de la balance américaine des paiements courants et le rétrécissement des écarts de taux d'intérêt en faveur du dollar. Deuxièmement, le changement plutôt brutal de climat à l'égard du dollar survenu en mars 1985, à la suite d'interventions concertées des autorités sur les marchés des changes qui ont été les plus importantes depuis des années; le dollar américain a alors connu son repli le plus prononcé depuis le début de son mouvement ascendant. Depuis la mi-avril, le dollar a regagné un peu de terrain, mais les conditions sont demeurées plutôt instables sur le marché et les fluctuations des taux de change au jour le jour ont été exceptionnellement amples. Ce chapitre passe en revue les mouvements des taux de change en 1984 et pendant les premiers mois de 1985 et examine également la vigueur du dollar dans une perspective à plus long terme.

Sur le marché de l'or, l'évolution des cours exprimés en dollars durant la même période a reflété assez fidèlement les mouvements du dollar vis-à-vis des autres devises: recul en 1984 et au début de 1985, puis léger raffermissement. Toutefois, exprimés dans d'autres grandes monnaies, les cours de l'or ont fait preuve d'une relative stabilité.

En ce qui concerne l'évolution de la liquidité internationale en 1984, on peut dégager deux traits principaux: d'une part, les liquidités internationales officielles, telles que mesurées par les réserves totales des pays considérés à l'exclusion de l'or, se sont de nouveau légèrement accrues, avec notamment une reconstitution des réserves en devises dans certains des principaux pays débiteurs. Cette augmentation a toutefois été très modeste en comparaison de l'ampleur des sorties de capitaux des Etats-Unis vers le reste du monde, imputables au déficit de la balance américaine des paiements courants. D'autre part, ce déficit a donné lieu à un renforcement sensible des actifs privés en dollars du reste du monde, en majorité sous une forme liquide ou négociable. Une partie de cet accroissement de la liquidité internationale privée pourrait se diriger vers les réserves officielles en cas de perte de confiance généralisée dans le dollar.

## Evolution des taux de change

*Les monnaies flottantes.* Durant la période sous revue, l'évolution sur les marchés des changes a été dominée par les fluctuations du dollar EU. Entre fin 1983 et fin février 1985, le taux de change du dollar pondéré en fonction des échanges commerciaux a enregistré une nouvelle progression (+ 22%). Sur une base bilatérale, sa hausse vis-à-vis des principales monnaies européennes s'est établie entre 27% et 38%, alors qu'elle a été plus limitée à l'égard du yen et du dollar canadien (+ 13%).

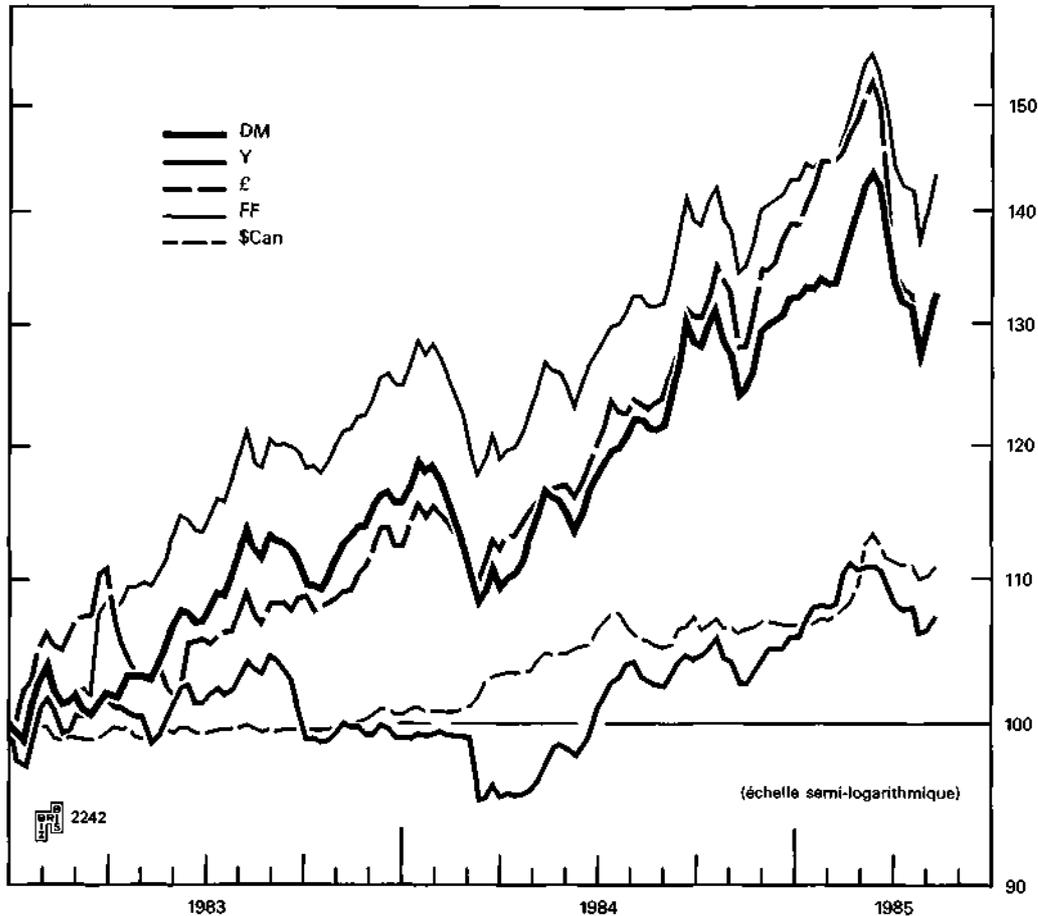
L'une des principales caractéristiques de l'ascension continue du dollar est qu'elle est intervenue en présence de certaines évolutions qui, considérées dans leur ensemble, auraient pu se traduire par un affaiblissement de sa position. En premier lieu, le déficit de la balance américaine des paiements courants s'est creusé, pour s'établir à plus de \$100 milliards, soit près de 3% du PNB pour 1984. En deuxième lieu, la croissance réelle aux Etats-Unis s'est sensiblement ralentie après le printemps 1984, alors que, dans le même temps, on constatait une certaine reprise de l'activité dans la plupart des autres pays industrialisés. En troisième lieu, la détente des taux d'intérêt à partir du milieu de 1984 a été, dans l'ensemble, plus prononcée aux Etats-Unis que dans les autres grands pays industrialisés, notamment dans le compartiment à court terme. Toutefois, cette situation n'a pas empêché les capitaux internationaux de continuer d'affluer aux Etats-Unis, par les circuits bancaires, dans le cadre d'achats de titres en dollars et également sous des formes non identifiées. Presque tout au long de la période sous revue, ces flux ont été largement, et dans une mesure croissante, supérieurs aux flux monétaires liés aux échanges commerciaux et, en poussant le dollar à la hausse, ils ont eux-mêmes contribué à aggraver le déficit de la balance américaine des paiements courants.

La période considérée a débuté par une phase de faiblesse temporaire du dollar, en janvier 1984, et ce pour un certain nombre de raisons: doutes sur la possibilité de financer spontanément le déficit croissant des opérations courantes américaines aux taux de change alors en vigueur; craintes de voir l'inflation se ranimer, tôt ou tard, aux Etats-Unis, sous l'effet conjugué d'une forte croissance économique et d'un déficit persistant des finances publiques; et, apparition de signes de plus en plus nets de reprise économique dans les autres grands pays industrialisés. Dans ces conditions, le cours de change effectif du dollar a perdu 6,5% entre la mi-janvier et le début de mars 1984, en dépit de la reprise, à partir du début de février, de la hausse des taux d'intérêt américains et de l'élargissement qui en est résulté de l'écart de taux en faveur du dollar.

Mais, en mars, le dollar a repris sa marche ascendante qui s'est poursuivie jusqu'à fin septembre, à l'exception d'une courte période vers fin mai-début juin. Les taux d'intérêt américains sont restés orientés à la hausse jusqu'à début juillet. En avril, la Réserve fédérale a relevé d'un demi-point le taux de l'escompte, confirmant ainsi son engagement ferme à l'égard de la lutte contre l'inflation. De surcroît, les indicateurs économiques américains ont fait apparaître une progression supérieure aux prévisions, alors que l'apparition, au printemps 1984, de conflits sociaux en France, en Allemagne et au Royaume-Uni

Variations des taux de change bilatéraux du dollar EU par rapport à certaines autres monnaies, 1983-85

Moyennes hebdomadaires, indices: fin 1982 = 100



assombrissait les perspectives de reprise économique dans ces pays. Le dollar a encore été conforté par la décision des autorités américaines d'abolir la retenue à la source sur les revenus des obligations détenues par des non-résidents, l'annonce de la création de nouveaux titres de la dette publique destinés aux investisseurs étrangers et l'attente de la réélection du Président Reagan.

Au cours des trois premières semaines de septembre, le mouvement ascendant du dollar s'est accéléré, en dépit d'une légère détente des taux d'intérêt aux Etats-Unis. La monnaie américaine a progressé de près de 10% contre le deutsche mark, dépassant la barre de DM 3, le 11 septembre, et pulvérisant un record vieux de onze ans vis-à-vis de la monnaie allemande, le 21 septembre, à près de DM 3,18.

A cette même date, la Bundesbank a procédé à des ventes massives de dollars sur le marché des changes et d'autres banques centrales sont également intervenues à plusieurs reprises à la fin de septembre et au début d'octobre. Le

dollar a immédiatement marqué un repli sensible, tombant à DM 3,02 et perdant également du terrain vis-à-vis des autres monnaies. Après une période de nervosité sur les marchés des changes, au cours de laquelle la monnaie américaine a accusé d'amples fluctuations dans les deux sens, elle s'est de nouveau raffermie vers la mi-octobre, s'établissant à près de DM 3,15 et battant de nouveaux records contre le yen et la livre sterling. Mais, par la suite et jusqu'au début de novembre, le dollar a subi un recul prononcé. Les taux de l'eurodollar à trois mois étaient alors tombés de 12%, début septembre, à 9,5%, ce qui a ramené l'écart entre les taux à trois mois de l'eurodollar et de l'eurodeutsche mark de plus de 6,5% à moins de 4%. Dans le même temps, les signes d'un ralentissement marqué de la croissance américaine ont laissé entrevoir la possibilité d'une nouvelle dégrèvement des taux d'intérêt sur le dollar. Dans l'ensemble, entre fin septembre et début novembre, le dollar a perdu près de 5% en termes effectifs, 8% à l'égard du deutsche mark, mais seulement 3% contre le yen.

Le dollar a recommencé à s'apprécier au début de novembre, mouvement qui s'est poursuivi jusqu'à fin février 1985. Au cours de cette période, la monnaie américaine n'a cessé d'enregistrer des records vis-à-vis de toutes les autres grandes monnaies: son taux de change effectif a augmenté de plus de 14%, alors que vis-à-vis du deutsche mark, de la livre sterling et du franc suisse, il avait gagné respectivement 19%, 21% et 22%. A l'égard du yen et du dollar canadien, il n'a progressé toutefois que de 9% et 7%. Cette nouvelle appréciation du dollar s'est produite en dépit d'un repli ininterrompu des taux d'intérêt américains à court terme: le taux de l'eurodollar à trois mois a marqué un nouveau recul de 1,5 point entre le début de novembre 1984 et la fin de janvier 1985, accompagné de deux baisses successives de 0,5 point du taux d'escompte de la Réserve fédérale, le 21 novembre et le 24 décembre. En revanche, le repli des taux d'intérêt américains à long terme a été beaucoup moins prononcé puisque les taux de rendement des obligations des sociétés de premier rang ont diminué de moins d'un point entre le début de septembre 1984 et la fin de janvier 1985. Comme, dans les autres grands pays, les taux d'intérêt à long terme baissaient également, les écarts de taux d'intérêt à long terme sont demeurés nettement favorables aux placements en dollars. En outre, l'élargissement de l'écart entre taux à court et à long terme aux Etats-Unis a ouvert des perspectives de plus-values sur les placements en titres américains à long terme. Aussi, les placements étrangers en titres américains se sont considérablement développés au quatrième trimestre de 1984.

A la fin de janvier 1985, on a assisté à une pause éphémère dans l'appréciation du dollar. Alors que les taux à court terme poursuivaient leur repli aux Etats-Unis, ils se sont tendus dans un certain nombre de pays européens, en raison principalement de l'évolution intervenue sur les marchés des changes. Entre fin décembre et fin janvier, les taux d'intérêt à court terme sur les placements en livres sterling ont enregistré une hausse de 4,5 points. De plus, lors de leur réunion du 17 janvier, les ministres des Finances et les gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Cinq ont réaffirmé leur engagement d'entreprendre des interventions concertées sur les marchés des changes en cas de nécessité, annonce qui fut suivie, peu de temps après, par quelques ventes officielles de dollars sur le marché.

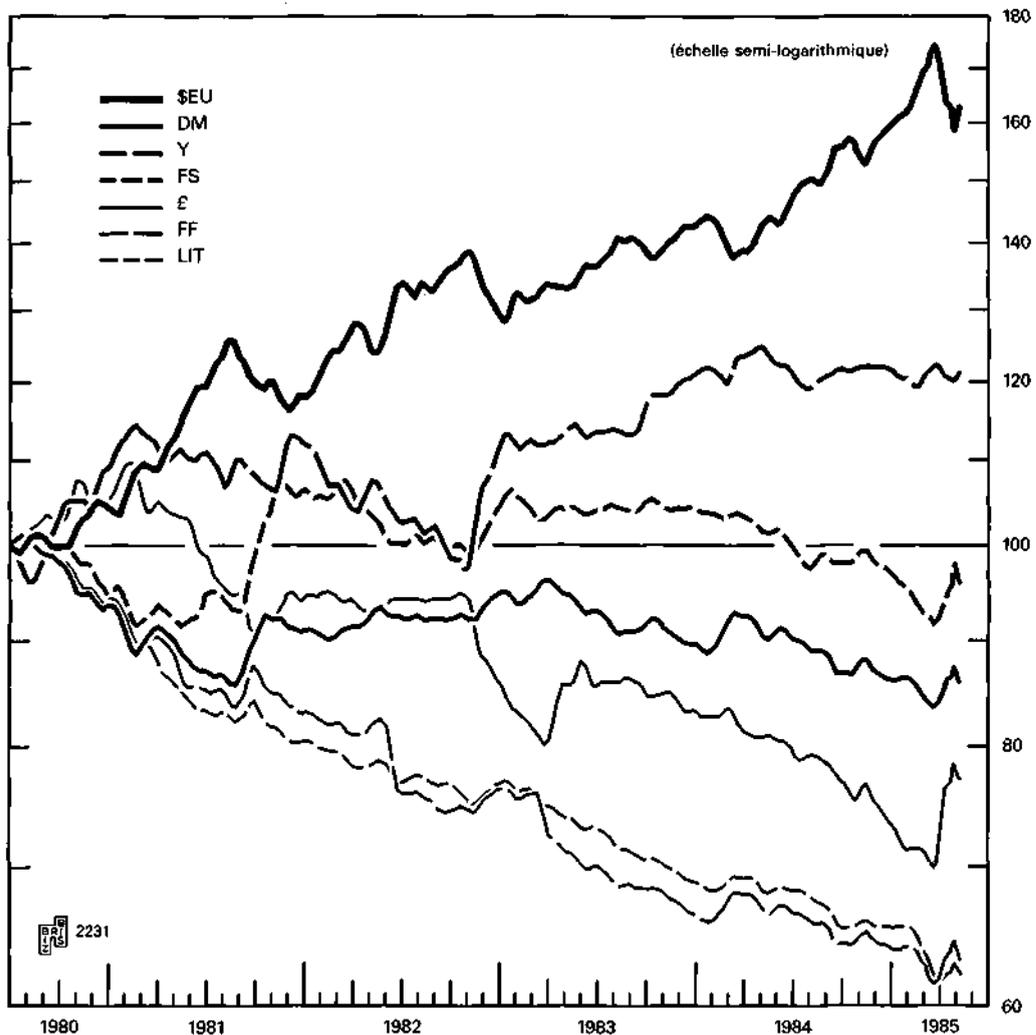
En février, le dollar a repris sa marche ascendante. A cette époque, les taux d'intérêt américains avaient amorcé une nouvelle hausse, du fait de l'accélération de la croissance monétaire aux Etats-Unis, et leur progression ininterrompue jusqu'au début de mars a accentué une fois de plus les écarts de taux d'intérêt en faveur du dollar. L'opinion du marché a également été influencée par l'attitude du Président Reagan, écartant l'idée d'interventions officielles plus énergiques sur le marché des changes pour freiner la hausse du dollar. Vers la fin du mois de février, l'euphorie du dollar s'est encore accrue et le taux de change contre deutsche mark s'est établi à DM 3,47. A ce moment, l'appréciation cumulée du dollar vis-à-vis de la monnaie allemande depuis le début de mars 1984 atteignait 37%, alors que, par rapport à la livre sterling, au franc suisse et au yen, elle se chiffrait à 41%, 39% et 18% respectivement.

C'est dans ces circonstances, et à la suite de propos du Président de la Réserve fédérale — selon lequel les déficits du budget fédéral et de la balance des paiements courants pourraient finir par affaiblir le dollar et que des interventions officielles énergiques sur le marché des changes pourraient s'avérer utiles dans certains cas — que furent entreprises des interventions coordonnées de grande ampleur impliquant une participation plus active que par le passé des autorités américaines. Le 27 février, le dollar chutait de plus de 5% par rapport au deutsche mark, revenant à DM 3,27. En dépit d'un certain redressement de la monnaie américaine les jours suivants, il est bientôt clairement apparu que l'évolution du marché n'était plus à sens unique. Les taux de change ont alors subi des fluctuations désordonnées sur des marchés nerveux et, vers la mi-mars, le dollar amorçait un repli très net. A la mi-avril, son taux de change effectif avait baissé de 10,5% par rapport au niveau record de fin février, alors que, dans le même temps, la monnaie américaine s'était dépréciée de 14% par rapport au deutsche mark, retombant ainsi au-dessous de la barre de DM 3, le 19 avril; vis-à-vis du yen, son recul s'était, en revanche, limité à 6%. C'est par rapport à la livre sterling que le dollar accusait le repli le plus accentué (20%), en raison de l'avantage conféré à la monnaie britannique par la persistance de taux à court terme très élevés et de prévisions d'un déficit budgétaire en baisse pour l'exercice 1985-86. Si le changement de sentiment du marché à l'égard du dollar a été dû, au départ, aux interventions officielles coordonnées sur les marchés des changes, cette incidence a ensuite été renforcée par l'apparition de difficultés dans des banques régionales américaines ainsi que par la publication de données faisant état d'un ralentissement de l'activité dans ce pays au premier trimestre de 1985 et les répercussions de cette nouvelle sur les anticipations de taux d'intérêt. Durant la dernière partie du mois d'avril, une réaction technique s'est produite, le dollar regagnant une partie du terrain perdu; mais la situation du marché est demeurée assez instable depuis, sans qu'aucune tendance bien précise ne se soit dégagée dans un sens ou dans l'autre et en présence de fluctuations quotidiennes d'une ampleur inhabituelle.

En ce qui concerne l'évolution des autres grandes monnaies flottantes durant la période sous revue, c'est la livre sterling qui a fait preuve de la plus grande instabilité, accusant un recul prononcé jusqu'au début de 1985, pour se redresser ensuite de façon sensible. Entre fin 1983 et fin janvier 1985, la

monnaie britannique s'est dépréciée non seulement par rapport au dollar EU (23%) mais également à l'égard des autres grandes devises, perdant notamment 11% vis-à-vis du deutsche mark et 16% envers le yen. Au nombre des facteurs responsables de ce recul figurent la faiblesse des cours du pétrole sur le marché mondial et un conflit social prolongé, qui ont assombri les perspectives d'évolution de la balance des paiements du Royaume-Uni. Les incertitudes apparues vers la fin de 1984 au sujet de l'orientation des politiques budgétaire et monétaire ont encore renforcé cette tendance. Pour rétablir la confiance et alléger les pressions à la baisse qui s'exerçaient sur la livre sterling, les principales banques de dépôt ont relevé, en janvier 1985, leurs taux de base en plusieurs étapes, de 9,5% à 14%. A la fin du même mois, la livre s'est progressivement raffermie vis-à-vis des autres devises européennes, mais ce n'est qu'au

Variations des taux de change effectifs dans certains pays industriels, 1980-85  
Moyennes sur trois semaines, indices: fin juin 1980 = 100



début de mars que cette tendance s'est confirmée, après que le dollar eut atteint son point culminant. Grâce à l'amélioration des perspectives d'évolution des prix pétroliers et à l'accueil favorable rencontré par le nouveau budget, la monnaie britannique a non seulement continué de s'apprécier par rapport aux autres monnaies européennes, mais elle a également enregistré une progression notable vis-à-vis du dollar et du yen. Cette évolution s'est reflétée dans le taux de change effectif de la livre sterling qui, après une baisse de près de 16% entre fin 1983 et fin janvier 1985, avait regagné 12,5% à la mi-avril.

A l'autre extrémité, le yen et le dollar canadien ont connu les dépréciations les plus limitées à l'égard du dollar américain et ont subi des fluctuations moins amples que la plupart des autres grandes monnaies. La stabilité relative de la devise japonaise est illustrée par le fait que son taux de change effectif a fluctué à l'intérieur d'une marge de 6% depuis fin 1983, les variations de son taux de change bilatéral contre dollars ayant été largement compensées par les variations vis-à-vis des autres devises. Cette stabilité a été favorisée par la vigueur fondamentale de l'économie japonaise, notamment l'énorme excédent de la balance des paiements courants, la stabilité des prix internes et l'accélération du rythme de la reprise économique, ainsi que par la réticence apparente de la Banque du Japon à abaisser les taux d'intérêt nationaux, et ce pour des raisons liées au taux de change. Toutefois, le comportement du yen depuis le printemps 1984 a été moins impressionnant qu'au cours des dix-huit mois précédents, durant lesquels il s'était non seulement apprécié de façon notable vis-à-vis des devises européennes, notamment de plus de 30% à l'égard du deutsche mark, mais où il s'était même raffermi par rapport au dollar. Cette différence d'évolution tient essentiellement à la très forte progression des sorties de capitaux non bancaires du Japon en 1984, particulièrement au titre d'investissements de portefeuille à long terme. Il convient de noter que le but déclaré du programme de déréglementation des marchés japonais de capitaux, conclu en mai 1984 entre les autorités nippones et américaines, était principalement le raffermissement du taux de change du yen, en particulier vis-à-vis du dollar américain, mais son efficacité à cet égard reste encore à démontrer.

La stabilité relative du taux de change du dollar canadien s'explique non pas tant par les forces spontanées du marché que par l'action délibérée des autorités. En raison de l'étroitesse des liens commerciaux et financiers avec les Etats-Unis, l'économie canadienne est beaucoup plus exposée que les autres aux effets de la vigueur du dollar des Etats-Unis, tels que les tensions inflationnistes et l'incidence sur la répartition des ressources entre industries d'exportation et autres. Les autorités canadiennes ont donc limité la dépréciation de la devise nationale vis-à-vis de la monnaie américaine, en maintenant les taux d'intérêt à un niveau bien supérieur à celui des taux américains, malgré l'ampleur du chômage au Canada et l'appréciation sensible du dollar canadien qui en est résultée par rapport aux grandes monnaies européennes.

*Instabilité accrue des taux de change des autres monnaies vis-à-vis du dollar.* Depuis septembre 1984, le comportement des taux de change a été parfois caractérisé par une très grande instabilité à court terme des taux de change des autres monnaies

vis-à-vis du dollar. Le tableau suivant présente deux mesures de la variabilité quotidienne des taux de change: le nombre de jours de chaque mois depuis août 1984 au cours desquels les mouvements des taux de change ont dépassé 1%; et l'ampleur de l'écart-type des variations journalières des taux de change par rapport à leurs mouvements moyens au jour le jour. Les mouvements au jour le jour indiqués dans le tableau se réfèrent aux variations entre les taux relevés à midi. Etant donné qu'au cours d'une période de vingt-quatre heures des fluctuations encore plus amples peuvent se produire, les chiffres figurant dans le tableau sous-estiment probablement l'instabilité effective.

Variabilité journalière du taux de change de certaines monnaies vis-à vis du dollar\*

Périodes	Deutsche mark	Yen	Livre sterling
	chiffres mensuels		
1982 (moyennes) . . . . .	3 (0,66)	4½ (0,76)	2 (0,59)
1983 (moyennes) . . . . .	2 (0,55)	1 (0,52)	1½ (0,53)
1984 janvier-juillet (moyennes) . . . . .	3 (0,66)	1 (0,42)	2 (0,55)
août . . . . .	3 (0,71)	- (0,50)	2 (0,60)
septembre . . . . .	7 (1,41)	- (0,43)	7 (1,19)
octobre . . . . .	4 (0,74)	1 (0,40)	4 (0,70)
novembre . . . . .	3 (0,84)	- (0,41)	2 (0,83)
décembre . . . . .	- (0,51)	- (0,30)	1 (0,49)
1985 janvier . . . . .	1 (0,48)	- (0,31)	5 (0,71)
février . . . . .	3 (1,21)	4 (0,70)	6 (1,09)
mars . . . . .	7 (1,07)	2 (0,54)	8 (1,48)
avril . . . . .	11 (1,30)	3 (0,67)	14 (1,53)
mai (1-15) . . . . .	6 (1,39)	- (0,45)	1 (0,92)

\* La variabilité est mesurée par le nombre de jours durant lesquels les variations de taux de change dépassent 1%. Les chiffres entre parenthèses représentent les écarts-types des variations (en %) au jour le jour des taux de change.

Le tableau montre que deux périodes ont été marquées par une instabilité journalière particulièrement prononcée. La première couvre les mois de septembre et d'octobre 1984, alors que la seconde débute à fin février 1985 et se poursuit encore au moment de la rédaction du Rapport (mi-mai). Ces deux périodes comprennent des phases de hausse très rapide du dollar, suivies d'interventions officielles et d'un retournement de tendance sur les marchés des changes. La seconde période se différencie de la première en ce sens que, après le revirement intervenu sur le marché, l'instabilité quotidienne des taux de change ne s'est pas réduite, mais s'est accrue au contraire, atteignant même une ampleur inhabituelle dans le cas des taux dollar/deutsche mark et dollar/livre sterling. En avril 1985, par exemple, les variations au jour le jour du taux dollar/deutsche mark ont été supérieures à 1% durant la moitié des jours d'ouverture des marchés et le taux dollar/livre sterling a, quant à lui, enregistré ce genre de variations pendant les deux tiers des jours d'ouverture. Les fluctuations quotidiennes du taux dollar/yen se sont également accentuées en février-avril 1985, mais dans de moindres proportions que pour le deutsche mark et la livre sterling. Pendant la première moitié de mai, le taux dollar/deutsche mark a continué à faire preuve d'une instabilité exceptionnelle, mais l'ampleur des variations journalières des taux dollar/yen et dollar/livre sterling s'est réduite.

L'instabilité à court terme des taux de change peut résulter de deux types de situations extrêmement différentes sur le marché. Des anticipations fortement à sens unique des opérateurs, comme cela s'est produit durant les trois premières semaines de septembre 1984 et en février 1985, peuvent provoquer d'amples variations quotidiennes dans le même sens. Le second type de situation est pratiquement l'inverse: une grande incertitude des opérateurs quant à l'évolution probable des taux de change suscite des variations quotidiennes exceptionnellement fortes dans les deux sens. Cette dernière situation prévalait après les deux phases d'interventions officielles sur les marchés vers fin septembre/début octobre 1984 et fin février/début mars 1985. Mais, alors que, la première fois, la pause dans l'ascension du dollar a été d'assez courte durée, au printemps 1985 les effets ont, apparemment, été plus durables. Cette différence tient, probablement, non seulement à l'ampleur accrue des interventions et à la participation ostensible des Etats-Unis, mais également à un certain nombre d'autres facteurs, notamment le ralentissement de la croissance américaine au premier trimestre de 1985. Comme la confiance dans la monnaie américaine s'est, à l'évidence, réduite sans qu'aucune autre monnaie ne l'ait supplantée, le marché s'est mis à évoluer sans orientation bien précise. En incitant les opérateurs à se montrer prudents et en les dissuadant de prendre des positions à découvert, les interventions officielles sont peut-être responsables, du moins en partie, de l'instabilité accrue constatée récemment sur les marchés. Néanmoins, d'amples variations quotidiennes des taux se traduisant, au total, par une faible modification peuvent être préférables à des mouvements à sens unique qui portent les taux de change à des niveaux difficilement soutenables à long terme.

*Evolution du dollar dans une perspective à plus long terme.* L'évolution du dollar en 1984 et au début de 1985 a été assez remarquable; considérée dans une perspective à plus long terme, sa hausse cumulée a même été extraordinaire. Entre son plancher de 1978 et la fin de février 1985, son taux de change effectif nominal s'est apprécié de 80% et ses taux de change bilatéraux réels (estimés sur la base de l'évolution des prix de gros relatifs des produits finis) contre le deutsche mark et le yen ont augmenté de 95% et 65% respectivement. Sur une période encore plus longue, les niveaux records atteints récemment par les taux de change réels du dollar contre le deutsche mark et la livre sterling marquent une progression de 40% par rapport aux parités définies par les accords de Washington (décembre 1971). Même à l'égard du yen, le dollar s'est apprécié de quelque 10% en termes réels sur l'ensemble de cette période.

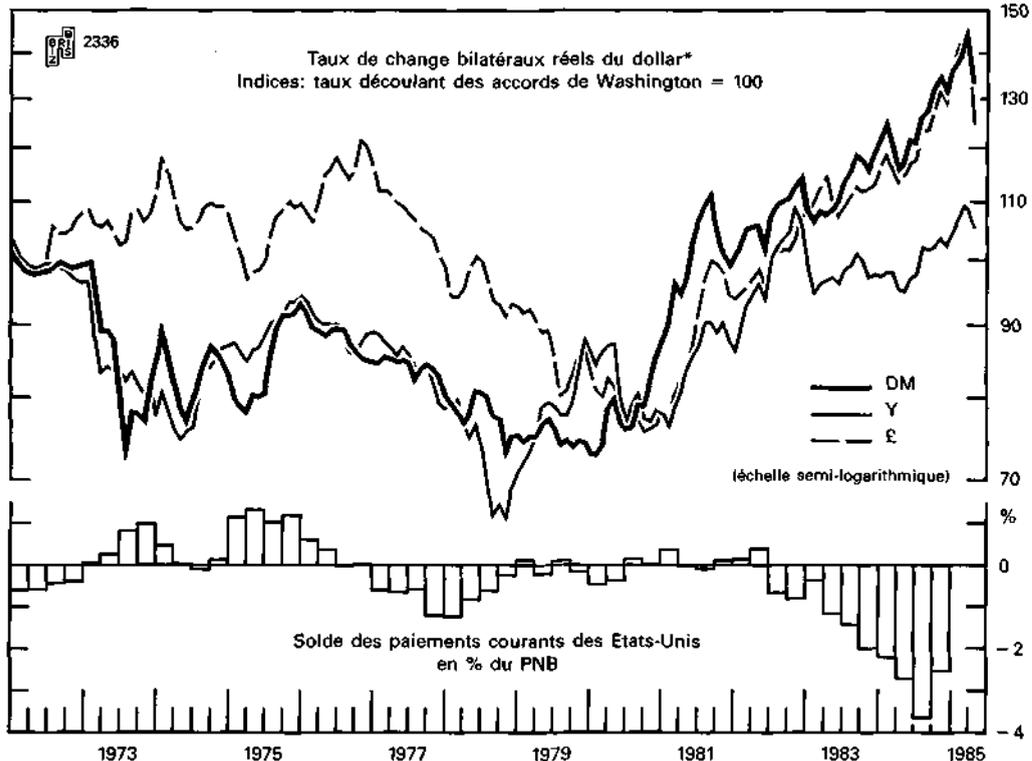
La vigueur du dollar durant ces dernières années apparaît d'autant plus remarquable si l'on considère la structure de balance des paiements qui l'a alimentée tout au long de ce mouvement. Au début des années quatre-vingt, lorsque la phase de fermeté de la monnaie américaine a commencé, la balance des paiements courants des Etats-Unis n'enregistrait qu'un modeste excédent et, depuis le début de 1982, elle fait ressortir un déficit qui s'accroît régulièrement. Il n'existe aucun parallèle à ce phénomène, à savoir le raffermissement continu d'une monnaie fondée sur des entrées croissantes de capitaux, accompagné d'une détérioration constante du solde des opérations courantes. A cet égard, la

fermeté du dollar au cours des années quatre-vingt présente un contraste frappant avec celle du deutsche mark et du yen durant les années soixante-dix, qui s'appuyait, dans les deux cas, sur des excédents substantiels des transactions courantes.

Une évolution aussi inhabituelle que celle du dollar au cours de ces dernières années a donné lieu à des explications fort divergentes. Quelle que soit la véritable raison, la persistance d'écarts internationaux de taux d'intérêt importants, quoique variables, en faveur du dollar constitue, sans aucun doute, une partie de l'explication; il est, en effet, difficile d'imaginer que les entrées de capitaux aux Etats-Unis, ces dernières années, auraient pu atteindre de telles proportions en l'absence de ces écarts de taux. Mais affirmer que cet élément a joué un rôle important dans l'ascension du dollar ne signifie pas qu'il existe une corrélation stable ou prévisible entre les écarts de taux d'intérêt et l'évolution des taux de change. On peut citer diverses raisons qui réfutent l'existence d'une telle relation et qui peuvent toutes être illustrées par l'évolution du dollar.

Premièrement, le revenu d'intérêts n'est qu'un élément du rendement total, attendu par l'investisseur des placements libellés en devises étrangères. Les bénéfices escomptés (ou les pertes) par suite de variations de change peuvent, à

Taux de change bilatéraux réels du dollar et solde des paiements courants des Etats-Unis, 1972-85



\* Ajustés sur la base des mouvements des prix de gros relatifs des produits finis.

certains moments, revêtir une importance égale, voire supérieure. Dès lors, les écarts de taux d'intérêt au niveau international n'encourageront les placements que si la structure existante des taux de change inspire confiance, alors que leur incidence peut être encore renforcée si l'on s'attend à ce qu'ils soient amplifiés par des bénéfices de change. Des écarts favorables de taux d'intérêt peuvent fortifier une monnaie, fermeté qui peut elle-même susciter des anticipations d'une nouvelle appréciation et renforcer ainsi le rôle des écarts de taux d'intérêt. Il est probable que ces mécanismes aient contribué à l'appréciation continue du dollar.

Une deuxième raison de l'absence de stabilité dans les relations entre les écarts de taux d'intérêt et les mouvements des taux de change peut s'expliquer comme suit: en dépit de l'expérience récente, les marchés s'attendent néanmoins qu'à long terme l'évolution des taux de change reflète grosso modo les écarts d'inflation. Cela signifie qu'à long terme ce sont les écarts de taux d'intérêt réels qui tendent à l'emporter sur les écarts de taux nominaux. Or, les variations des écarts de taux d'intérêt réels sont, de par leur nature, très difficiles à identifier; elles peuvent provenir non seulement de variations des taux d'intérêt nominaux mais également de modifications des anticipations inflationnistes. Il est probable que les anticipations inflationnistes se soient réduites l'année dernière aux Etats-Unis, par suite de la persistance de faibles taux d'inflation et de la modération des accords salariaux, ce qui a renforcé l'attrait exercé sur les investisseurs étrangers par le niveau élevé des taux d'intérêt sur le dollar.

Les plus-values (ou pertes) résultant des variations de taux d'intérêt peuvent constituer un troisième élément du rendement anticipé des placements en valeurs étrangères. Ainsi, un mouvement progressif de baisse de ces taux d'intérêt à long terme peut accroître, pour un temps, l'attrait d'une monnaie aux yeux des investisseurs étrangers, qui tablent sur des plus-values malgré la réduction simultanée de l'écart de taux d'intérêt en sa faveur. La nouvelle hausse du dollar durant les derniers mois de 1984 et au début de 1985 est un exemple d'une situation.

Quelle qu'ait pu être l'incidence des écarts de taux d'intérêt favorables, d'autres facteurs ont contribué à la vigueur de la devise américaine au cours des dernières années. On peut citer, en particulier, l'évasion massive de capitaux vers les Etats-Unis lors de la crise d'endettement latino-américaine en 1982; par ailleurs, la vigoureuse expansion de l'économie américaine depuis fin 1982, qui est allée de pair avec un vif essor de l'investissement aux Etats-Unis et une amélioration des bénéfices des entreprises, ainsi que la souplesse des marchés du travail et des biens ont accru l'attrait du dollar pour les investisseurs étrangers.

Les entrées massives de capitaux étrangers aux Etats-Unis, ces dernières années, ont certainement constitué un important stimulant pour le reste de l'économie mondiale, en raison de leur incidence sur les taux de change et de leur rôle dans l'apparition d'un très important déficit de la balance américaine des paiements courants. En 1982, alors que le monde industrialisé était plongé dans une profonde récession et que de graves problèmes d'endettement extérieur s'étaient fait jour dans certains pays en développement, on ne pouvait

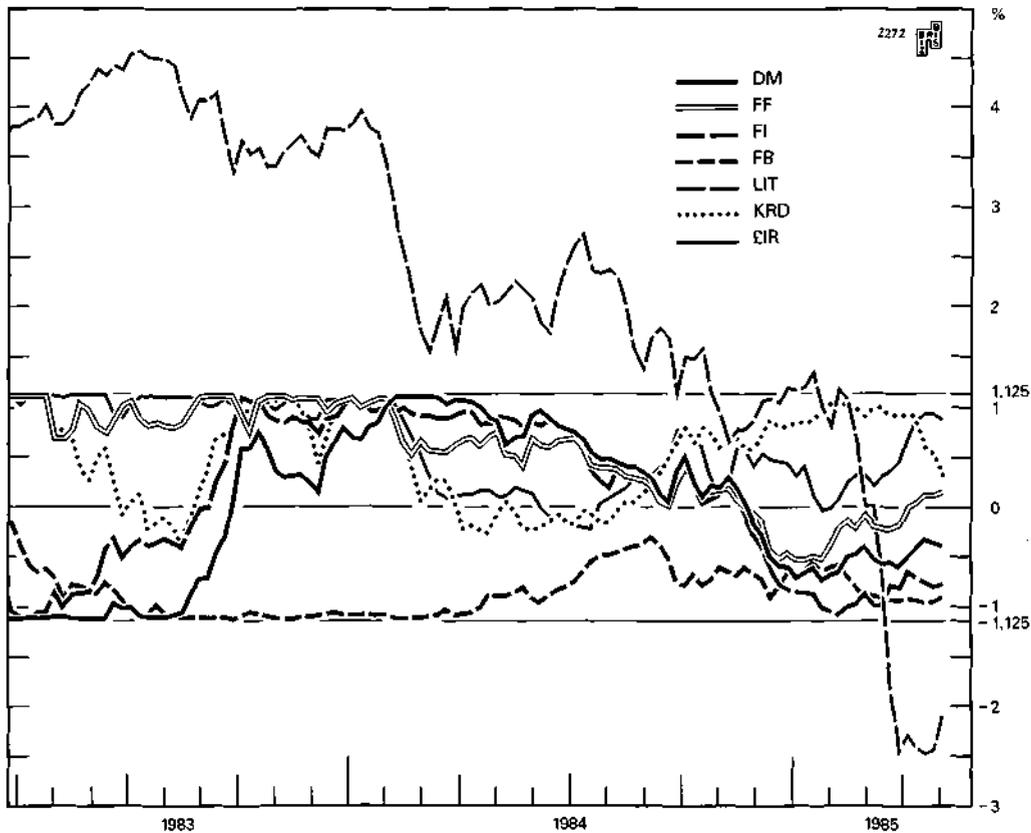
imaginer que la reprise économique mondiale puisse provenir d'ailleurs que des Etats-Unis, la plus grande économie du monde et, en sa qualité de principal centre de réserves, la plus à même de financer ses déficits extérieurs dans sa propre monnaie. Au début de 1985, cependant, les entrées de capitaux aux Etats-Unis avaient, à l'évidence, porté le dollar à des niveaux nettement dissociés des données fondamentales de l'économie américaine; il s'agit là de l'exemple le plus spectaculaire, mais certainement pas unique, depuis l'instauration des taux de change flottants en 1973, d'une évolution d'une monnaie devenant totalement autonome, les marchés ayant tendance à interpréter en sa faveur les divers développements économiques, financiers et autres. Dans de telles circonstances, un taux de change peut atteindre des niveaux insoutenables avant que les données fondamentales de l'économie ne s'imposent de nouveau. Cependant, même aux Etats-Unis, le déficit de la balance des paiements courants et la position financière internationale ne peuvent se détériorer indéfiniment sans affecter la confiance dans le dollar.

En outre, il est permis de se demander si l'économie la plus développée du monde devrait, à long terme, être importateur net d'épargne du reste du monde. On doit donc en conclure que la fermeté du dollar a certainement bénéficié à maints égards aux divers pays, mais qu'il convient maintenant de revenir à une structure plus réaliste des balances des paiements et des taux de change, à la fois aux Etats-Unis et dans le monde, sans compromettre les acquis des deux ans et demi écoulés ou porter gravement préjudice aux structures économiques et financières mondiales.

*Evolution des taux de change au sein du SME.* Contrairement à l'évolution du dollar sur les marchés des changes, la période sous revue a été relativement calme dans le mécanisme de change du SME. En mars 1985, deux ans s'étaient écoulés depuis le dernier réaligement des cours-pivots, ce qui constitue de loin la plus longue période de stabilité des taux de change nominaux au sein du système depuis son entrée en vigueur, en mars 1979.

Au début de 1984, l'affaiblissement temporaire du dollar à l'égard des autres grandes monnaies s'est accompagné de quelques tensions au sein du système. Du fait de son raffermissement vis-à-vis du dollar, le deutsche mark s'est approché du sommet de la bande de fluctuation de 2,25% au début de février 1984, alors que le franc belge se maintenait au voisinage immédiat de la limite inférieure. Cependant, vers la mi-mars 1984, lorsque le dollar a repris son ascension, une période de convergence marquée entre les taux de change des monnaies participantes a commencé: début septembre, l'écart entre les monnaies les plus fortes et les plus faibles n'atteignait plus que 0,6% à l'intérieur de la bande de fluctuation étroite. Le deutsche mark, le franc français et le florin néerlandais étaient revenus vers leurs cours-pivots, tandis que le franc belge s'était détaché de la limite inférieure de la fourchette. A l'exception de la lire italienne, qui n'a pas quitté la moitié supérieure de sa bande élargie, le deutsche mark est resté la monnaie la plus forte du système durant la plus grande partie de cette période. Les banques centrales de certains autres pays membres ont profité de cette convergence pour compenser les pertes de réserves subies

Taux de change au comptant dans le mécanisme de change du SME, 1983-85  
Moyennes hebdomadaires (en %) des monnaies participantes par rapport à leurs points d'intervention



antérieurement en achetant du deutsche mark dans le cadre d'interventions intramarginales.

Au début de septembre, la hausse du dollar s'est accélérée et le deutsche mark a cédé sa place au sommet de la bande à la livre irlandaise et à la couronne danoise. En liaison avec la nouvelle progression de la monnaie américaine au début de novembre 1984, le deutsche mark, le franc français et le florin néerlandais ont perdu du terrain vis-à-vis des autres monnaies participantes, pour retomber par la suite nettement au-dessous de leur cours-pivot. A la mi-décembre, le florin néerlandais avait remplacé le franc belge au bas de la bande et, au début de février 1985, son écart par rapport à la couronne danoise, qui occupait désormais la position la plus forte dans la bande de fluctuation étroite, s'est progressivement élargi pour s'approcher du maximum (2,25%). A la suite d'un relèvement d'un demi-point du taux d'escompte de la Banque des Pays-Bas, le 1er février, le florin néerlandais a pu quitter la limite inférieure de la bande et, à la mi-mars, le franc belge était redevenu la monnaie la plus faible du système. En raison du niveau relativement bas des taux d'intérêt nominaux en Allemagne, le deutsche mark a été la troisième monnaie la plus faible de la

bande étroite, après le florin néerlandais et le franc belge, sur la période de quatre mois allant de décembre 1984 à mars 1985. Certains autres pays membres ont profité de la situation pour reconstituer leurs réserves de change dans le cadre d'interventions intramarginales, en conservant la plupart des recettes en deutsche marks, mais également en achetant certaines devises non membres du système et autres que le dollar.

Le recul brutal de la monnaie américaine en mars n'a guère affecté l'évolution des diverses monnaies du SME, et le deutsche mark a continué d'évoluer dans la moitié inférieure de la bande. La seule exception a été la lire italienne, qui a reculé de plus de 4 points à l'intérieur de sa bande de fluctuation élargie entre mi-février et fin mars, avant de connaître un certain redressement courant avril et début mai. La persistance de l'inflation et la détérioration de la balance des paiements italienne (phénomène lié en partie au premier) ont sans doute été les principales raisons de ce fléchissement de la lire, qui a permis à l'Italie de regagner un peu de la compétitivité perdue auparavant.

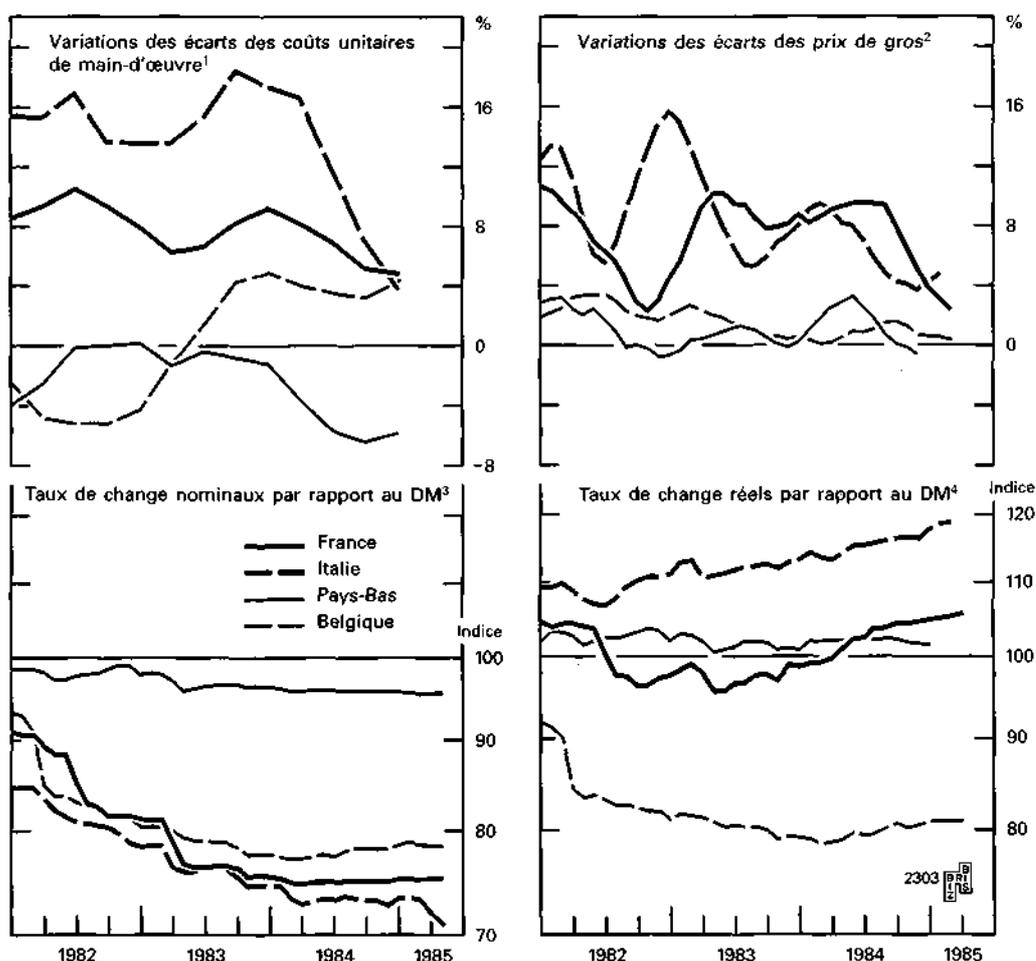
En dehors de ces développements, la période sous revue a été marquée par une modification de la composition du panier de devises de l'Ecu et par l'adoption d'un certain nombre de mesures destinées à élargir l'utilisation, et renforcer l'attrait, des réserves en Ecus. Le 17 septembre 1984, à la suite du premier réexamen quinquennal de la composition du panier de l'Ecu, il a été décidé de modifier, entre autres, les pondérations respectives des devises participantes en vue de compenser, en partie, les modifications résultant des différents réalignements des cours-pivots intervenus depuis la mise en place du système. Dans la nouvelle composition du panier, le poids du deutsche mark a été ramené de 36,9% à 32,1%, celui du florin néerlandais de 11,3% à 10,1% et celui de la livre sterling de 15,1% à 15%. En revanche, le poids de la lire italienne a été porté de 7,8% à 10%, celui du franc français de 16,7% à 19% et celui de la livre irlandaise de 1% à 1,2%. Le poids du franc belge n'a été relevé que légèrement, à 8,6%, alors que celui de la couronne danoise, à 2,7%, n'a fait l'objet d'aucune modification. Parallèlement, la drachme grecque a été incorporée dans le panier et affectée d'une pondération de 1,3%, bien qu'elle ne participe pas au mécanisme de change. Ces changements n'ont eu aucune incidence sur les cours-pivots en Ecu ni sur les parités bilatérales au sein du système.

En mars 1985, les gouverneurs des banques centrales des pays membres de la CEE ont donné leur accord de principe à une série de mesures tendant à accroître le rôle international de l'Ecu. Premièrement, pour faciliter la mobilisation d'avoirs officiels en Ecu aux fins d'interventions sur les marchés des changes, les banques centrales des pays membres du SME auront la possibilité, en cas de nécessité, d'échanger temporairement, par le biais du FECOM, des Ecus contre dollars ou d'autres devises de la Communauté avec des banques centrales participant au système. Deuxièmement, des banques centrales des pays non membres de la CEE ainsi que certaines institutions monétaires internationales pourront être autorisées à détenir des Ecus. Troisièmement, les limites mises à l'utilisation de l'Ecu par les pays membres, pour le remboursement d'engagements contractés au titre du mécanisme de financement à très court terme à l'égard d'autres pays ayant une position débitrice nette en Ecu, seront

portées de 50% à 100%. En dernier lieu, pour renforcer l'attrait des avoirs officiels en Ecus, la base de calcul du taux de rémunération de l'Ecu sera relevée, en ce sens que ce calcul sera effectué non plus d'après la moyenne pondérée des taux d'escompte officiels dans les pays membres, mais d'après la moyenne pondérée des taux d'intérêt du marché monétaire pour les monnaies composant le panier.

L'actuelle période de stabilité prolongée des taux de change nominaux au sein du SME doit, bien sûr, beaucoup à la vigueur quasi ininterrompue du dollar vis-à-vis de toutes les monnaies participantes, notamment du deutsche mark. Certes, le dollar a connu des phases de faiblesse, mais elles ont été relativement brèves. Toutefois, d'autres facteurs propres aux pays membres du SME

Indicateurs de convergence et de divergence au sein du SME, 1982-85



<sup>1</sup> Différences entre les coûts unitaires de main-d'œuvre intérieurs et allemands, calculés sous forme de variations (en %) sur quatre trimestres des moyennes mobiles trimestrielles. <sup>2</sup> Différences entre les prix de gros intérieurs et allemands des produits finis, calculés sous forme de variations (en %) annualisées, sur six mois, des moyennes mobiles trimestrielles. <sup>3</sup> Indices: mars 1979 = 100 (échelle semi-logarithmique). <sup>4</sup> En termes de prix de gros relatifs des produits finis; indices: mars 1979 = 100 (échelle semi-logarithmique).

ont également joué un rôle. Tout d'abord, on a assisté à un renforcement de la convergence des politiques monétaires des pays membres. Dans l'ensemble, les pays où l'inflation était la plus forte ont maintenu leurs taux d'intérêt à un niveau élevé, ce qui leur a permis de conserver un écart positif substantiel par rapport aux taux correspondants en vigueur dans les pays à faible inflation. Les pays qui ont ajusté en baisse leurs taux d'intérêt élevés, comme la France, l'Italie et la Belgique, l'ont fait avec circonspection pour éviter toute incidence négative sur le taux de change. En deuxième lieu, on a constaté une plus grande convergence dans les résultats économiques des pays membres. Les taux d'inflation observés ont continué de fléchir en France, en Belgique, en Italie, au Danemark et en Irlande, ce qui s'est traduit par un rétrécissement de l'écart d'inflation avec des pays comme l'Allemagne et les Pays-Bas. En outre, ce ralentissement de la hausse des prix a été favorisé par une modération notable des relèvements de salaires. Si l'on considère les résultats en matière de croissance, on note que, là aussi, la reprise économique s'est diffusée à tous les pays membres en 1984.

En l'absence de craintes d'un réalignement imminent des cours-pivots, les écarts entre les taux d'intérêt nominaux jouent, depuis le printemps 1984, un rôle important dans les mouvements de capitaux entre les pays membres. De ce fait, la monnaie des pays participants à faible taux d'inflation et à taux d'intérêt nominaux peu élevés a eu tendance à s'affaiblir vis-à-vis de celle des pays où l'inflation et les taux d'intérêt sont supérieurs. Toutefois, cette configuration des mouvements des taux de change, qui a amplifié la divergence en matière de taux de change réels et de positions concurrentielles résultant des écarts des taux d'inflation, constitue une menace potentielle pour la stabilité future du mécanisme de change. D'une part, elle peut contribuer à l'inefficacité de l'allocation des ressources et exercer une incidence inopportune sur les balances des paiements courants des pays membres. En outre, si la confiance dans le maintien de la structure actuelle des cours-pivots au sein du système venait à diminuer, les mouvements de capitaux pourraient s'inverser en faveur des pays connaissant une inflation et des taux d'intérêt peu élevés; une telle évolution risquerait d'engendrer des pressions déstabilisatrices sur les taux de change au sein du système. Si l'on veut maintenir un degré raisonnable de stabilité dans le système, il importe donc que l'effet de discipline exercé par l'appréciation, en termes réels, de la monnaie des pays à forte inflation entraîne une nouvelle convergence vers le bas des taux d'inflation et que l'évolution future du dollar sur les marchés des changes soit favorable.

### **Production d'or et marché de l'or**

Pendant la période sous revue, le marché de l'or a, dans l'ensemble, été caractérisé par un nouveau reflux des cours. En février 1985, le cours de l'or exprimé en dollars est tombé à son niveau le plus bas depuis cinq ans et demi. Ce recul des cours s'explique principalement par la persistance de taux d'intérêt élevés aux Etats-Unis et la nouvelle hausse du dollar sur les marchés des changes. Ces deux facteurs ont, en effet, conféré aux placements en dollars un

attrait tel que l'or, dont le principal élément d'attraction réside dans son potentiel d'appréciation, n'a pu rivaliser avec eux.

Ce nouveau fléchissement des cours de l'or exprimés en dollars a stimulé l'utilisation accrue du métal jaune à des fins commerciales et a contribué à freiner la diminution des achats à des fins de placement. Exprimé en dollars, le cours de l'or a accusé une baisse de près de 26% entre fin 1983 et fin février 1985 et, après un redressement, il s'établissait, à la mi-mai 1985, à un niveau inférieur d'environ 16% à celui de fin 1983. Etant donné que ce recul du cours de l'or en dollars a traduit pour une large part l'exceptionnelle vigueur de la monnaie américaine sur les marchés des changes, exprimé dans d'autres grandes monnaies, comme le franc suisse, le cours de l'or a toutefois fait preuve dans l'ensemble d'une relative stabilité durant la période sous revue, enregistrant des fluctuations nettement moins prononcées que son cours exprimé en dollars. Autre caractéristique notable de l'année 1984: l'Afrique du Sud, dont la production a représenté 60% du total mondial, a vu son prix intérieur de l'or monter de plus de 30%. Ce raffermissement, dû à la faiblesse du rand sur le marché des changes, a été largement supérieur au taux d'inflation en Afrique du Sud et a donc représenté dans une large mesure une augmentation en termes réels.

Le mouvement de hausse de la production mondiale d'or, qui s'était redressée en 1981 après le fort recul enregistré durant les années soixante-dix, s'est poursuivi en 1984, bien qu'à un rythme nettement moins élevé qu'en 1983. La production estimée d'or dans le monde (à l'exclusion de celle de l'Union Soviétique, des autres pays d'Europe de l'Est, de la Chine et de la Corée du Nord) s'est accrue de 35 tonnes métriques (+ 3,2%) en 1984, pour s'établir à

Production d'or dans le monde (estimations)

Pays	1946	1953	1970	1980	1981	1982	1983	1984
	en tonnes métriques							
Afrique du Sud . . . . .	371,0	371,4	1.000,4	675,1	657,6	664,3	679,7	683,3
Canada . . . . .	88,5	126,1	74,9	50,6	52,0	64,7	73,5	81,3
Etats-Unis . . . . .	49,0	60,9	54,2	30,2	42,9	45,0	60,9	71,5
Brésil . . . . .	4,4	3,6	9,0	35,0	35,0	35,0	58,7	55,1
Australie . . . . .	25,6	33,4	19,3	17,0	18,4	27,0	30,6	39,0
Philippines . . . . .	-	14,9	18,7	22,0	24,9	31,0	33,3	34,1
Colombie . . . . .	13,6	13,6	6,3	17,0	17,7	15,9	17,9	21,3
Papouasie-Nouvelles-Guinée . . . . .	-	-	0,7	14,3	17,2	17,8	18,4	18,3
Chili . . . . .	7,2	4,1	1,6	6,5	12,2	18,9	19,0	18,0
Zimbabwe . . . . .	16,9	15,6	15,6	11,4	11,6	13,4	14,1	14,5
Ghana . . . . .	18,2	22,7	22,0	10,8	13,0	13,0	11,8	11,6
République dominicaine . . . . .	-	-	-	11,5	12,8	11,8	10,8	10,8
Pérou . . . . .	4,9	4,4	3,3	5,0	7,2	6,9	9,9	10,5
Zaire . . . . .	10,3	11,5	5,6	3,0	3,2	4,2	6,0	10,0
Mexique . . . . .	13,1	15,0	6,2	5,9	5,0	5,2	7,4	6,8
Total . . . . .	622,7	697,2	1.237,8	915,3	930,7	974,1	1.052,0	1.086,1
Autres pays . . . . .	43,3	56,8	33,2	38,2	42,8	46,9	58,0	58,9
Production mondiale (estimations)* . . . . .	666,0	754,0	1.271,0	953,5	973,5	1.021,0	1.110,0	1.145,0

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

un total de 1.145 tonnes métriques. L'augmentation par rapport au creux de 1980 a donc été de 20%, mais elle a toutefois été inférieure de 10% au maximum atteint en 1970.

Contrairement à ce qui s'était passé pour l'expansion de 8,7% observée en 1983, l'accroissement de la production d'or dans le monde en 1984 a été très inégalement réparti entre les producteurs. La production d'or de l'Afrique du Sud, en particulier, n'a que très faiblement progressé, l'augmentation de la quantité de minerai traité dans ce pays continuant d'être en grande partie neutralisée par une nouvelle baisse de sa teneur moyenne. Depuis 1977, les membres de la Chambre syndicale des mines d'Afrique du Sud, qui réalisent 97% de la production totale du pays, ont traité du minerai avec une teneur moyenne réduite de 30%, du fait de la hausse des cours sur le marché national.

La production d'or américaine, qui avait déjà suivi une tendance nettement ascendante au cours des années précédentes, a augmenté l'année dernière de 10,6 tonnes, soit de 17,4%, en raison du perfectionnement continu des méthodes d'exploitation des petits gisements de minerai à basse teneur. La production d'or en Australie et au Canada a progressé de 8,4 tonnes et 7,8 tonnes respectivement. En revanche, la production s'est ralentie au Brésil et au Chili.

Origine et utilisation de l'or (estimations)

Rubriques	1980	1981	1982	1983	1984
	en tonnes métriques				
Production . . . . .	955	975	1.020	1.110	1.145
Ventes nettes des pays communistes (estimations) . . . . .	90	300	200	80	100
Variation des encaisses-or officielles résultant de transactions sur le marché (estimations) <sup>1, 2</sup> (- = accroissement) . . . . .	- 75	-100	100	75	20
Total (= absorption non monétaire, estimations) . . . . .	970	1.175	1.320	1.265	1.265

<sup>1</sup> Selon les données fournies par le FMI. <sup>2</sup> Les variations des réserves d'or de l'Afrique du Sud ont été exclues dans ce tableau des mouvements de l'encaisse officielle; on estime, en effet, qu'elles reflètent en grande partie l'exécution ou le dénouement d'opérations de swap d'or conclues entre la Banque de Réserve d'Afrique du Sud et des banques commerciales d'autres pays.

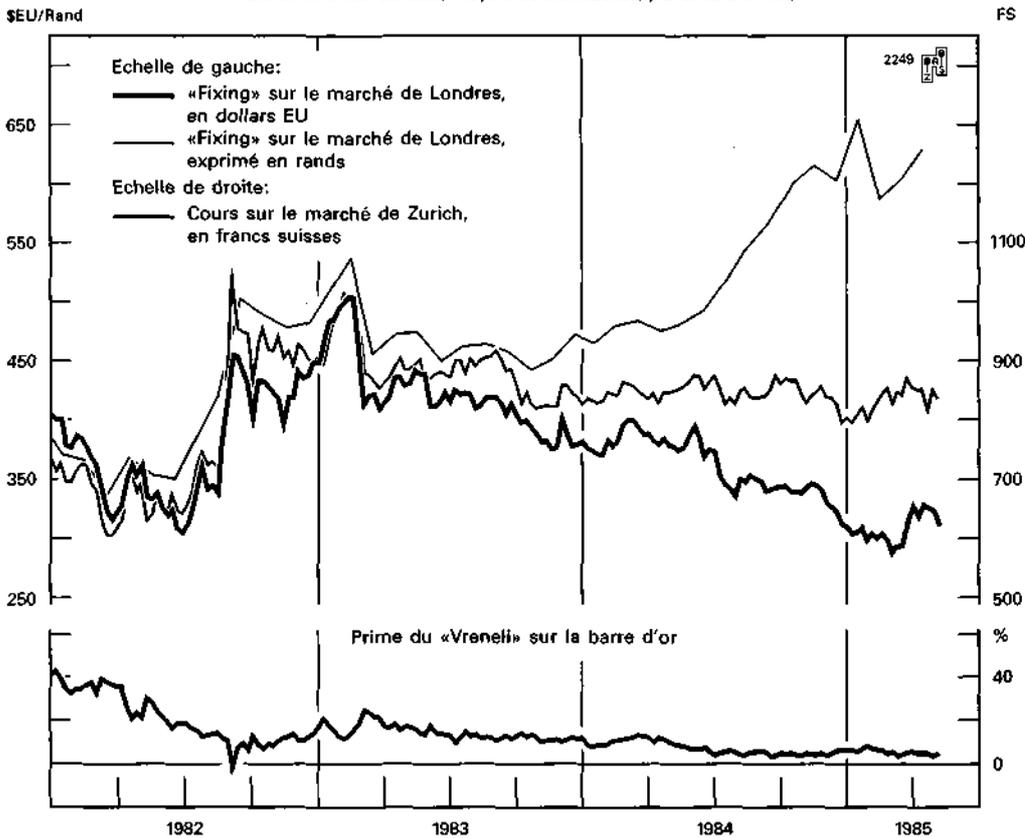
En ce qui concerne les autres sources d'approvisionnement en or, les ventes (estimées) des pays communistes ont porté sur environ 100 tonnes l'année dernière, soit 20 tonnes de plus qu'en 1983, alors que les encaisses-or officielles, d'après les statistiques du FMI, ont diminué de 20 tonnes. La baisse de ces encaisses-or officielles est presque totalement imputable à la Colombie, qui a réduit son encaisse de 89 tonnes, pour la ramener à 43 tonnes à la fin de 1984. De plus, les Etats-Unis ont fait état d'une diminution d'environ 18,5 tonnes de leurs avoirs officiels en or. En revanche, le Brésil, la Hongrie et les Philippines ont renforcé de 29, 16,5 et 15,5 tonnes leur encaisse-or respective. En définitive, le volume total estimé de l'or disponible pour l'absorption non monétaire est de 1.265 tonnes en 1984, soit autant qu'en 1983.

Pendant la période sous revue, l'évolution du cours de l'or en dollars a été largement déterminée par celle des taux de change. Après un affaiblissement initial, qui a vu retomber les cotations de \$381 l'once d'or fin à la fin de 1983 à \$364 au début de janvier 1984, le cours de l'or s'est raffermi à deux reprises au premier semestre de 1984, en liaison avec les accès de faiblesse du dollar: une première fois en février-début mars, où les cotations ont atteint \$407 l'once, cours le plus élevé de la période sous revue, puis vers fin mai-début juin, lorsque les cours se sont raffermis momentanément à \$394, après être retombés à \$370 au début de mai.

La reprise de l'ascension du dollar, conjuguée avec la poursuite de l'envolée des taux d'intérêt américains, a cependant mis rapidement un terme à cette seconde phase de fermeté des cours de l'or, et les cotations sont revenues à \$332,5 l'once d'or fin durant la deuxième semaine de juillet. Pendant les quatre mois qui ont suivi, les cours du marché se sont légèrement redressés dans l'ensemble, remontant aux alentours de \$350 à la mi-novembre. Le nouveau raffermissement du dollar sur les marchés des changes a alors provoqué une chute brutale des cours de l'or, qui sont retombés légèrement au-dessous de

#### Cours de l'or en dollars EU, en francs suisses et en rands sud-africains, 1982-85

(Pour le dollar EU et le franc suisse, chiffres du vendredi, par once d'or fin.  
Pour le rand sud-africain, moyennes mensuelles, par once d'or fin.)



\$285 l'once d'or fin à la fin de février 1985. L'affaiblissement du dollar qui s'est produit par la suite est allé de pair avec un redressement des cours de l'or, qui sont ainsi passés à près de \$335 à la mi-avril 1985, avant de fléchir de nouveau à quelque \$320 à la mi-mai.

### Réserves et liquidités internationales

L'évolution de la liquidité internationale a présenté un aspect inhabituel en 1984. D'une part, le déficit de plus de \$100 milliards de la balance américaine des opérations courantes s'est accompagné d'un nouveau gonflement des créances identifiées du reste du monde sur les Etats-Unis (la plus grande partie sous forme liquide ou négociable) et de très importantes entrées non identifiées de capitaux aux Etats-Unis. Si l'on considère la liquidité internationale dans son sens le plus large, on constate que le volume des avoirs en dollars, liquides ou réalisables à court terme, détenus aux Etats-Unis par des non-résidents s'est fortement accru l'année dernière. D'autre part, étant donné que cette progression a été essentiellement le fait d'investisseurs privés étrangers, le total des avoirs officiels de réserve, à l'exclusion de l'or, des pays autres que ceux d'Europe de l'Est n'a augmenté que de \$16 milliards. Parallèlement, la valeur marchande de l'encaisse métallique totale, exprimée en dollars, a de nouveau diminué dans des proportions notables du fait de la vigueur persistante du dollar EU.

En dollars courants, l'accroissement des réserves autres que l'or s'est chiffré à 4% l'année dernière, mais la diminution de 2% de la valeur unitaire des produits faisant l'objet d'échanges internationaux permet de penser que l'augmentation a été plutôt de 6% en termes réels. Ce chiffre est inférieur à la croissance du commerce international, qui s'est établie à 6,5% en valeur et à 9% en volume. Toutefois, la véritable ampleur de l'expansion de la liquidité internationale a, une fois de plus, été sous-estimée, en raison de l'appréciation continue de la monnaie américaine qui a réduit la valeur en dollars des actifs de réserve officiels libellés dans des monnaies autres que le dollar. Exprimée en dollars constants de fin 1984, la valeur des actifs de réserve officiels (or exclu) a augmenté d'environ \$35 milliards, soit de près de 10% en 1984.

La poursuite de la hausse du dollar est également la principale raison du reflux ininterrompu, l'an dernier, des cours du marché libre de l'or, qui explique en quasi-totalité la baisse de 19% (\$69 milliards) de la valeur marchande des avoirs officiels en or. Certes, ce phénomène a probablement compensé dans une certaine mesure l'accroissement de liquidité engendré par la revalorisation des autres actifs de réserve. Toutefois, alors que la baisse des cours de l'or a surtout affecté les pays du Groupe des Dix, dont certains bénéficient de confortables positions globales de réserve, l'augmentation des réserves non métalliques intervenue en 1984 a concerné en majorité les pays en développement n'appartenant pas à l'OPEP, qui en avaient un besoin pressant.

Par catégorie d'actifs, le renforcement des réserves en 1984 a été d'une toute autre nature qu'en 1983. Cette année-là, l'augmentation des réserves, du moins en dollars courants, avait été essentiellement «administrée», en ce sens

Variations des réserves globales, 1982-84

Zones et périodes	Encaisses-or	Avoirs en devises	Positions de réserve au FMI	DTS	Ecus	Total (à l'exclusion de l'or)	
	en millions d'onces	en milliards de dollars EU à prix courants <sup>1</sup>					
<b>Pays du Groupe des Dix</b>							
1982 . . . . .	- 0,3	35,4	- 10,8	3,3	1,8	- 8,4	- 14,1
1983 . . . . .	- 0,8	- 49,5	2,7	7,2	- 3,1	3,2	10,0
1984 . . . . .	- 0,6	- 53,7	4,2	- 0,1	0,7	- 6,9	- 2,1
Montants à fin 1984 . . . . .	737,8	228,0	103,5	24,8	11,9	37,3	177,5
<b>Autres pays développés<sup>2</sup></b>							
1982 . . . . .	- 1,7	3,5	0,8	- 0,3	- 0,2	-	0,3
1983 . . . . .	- 1,3	- 6,3	2,6	0,9	- 0,5	0,4	3,4
1984 . . . . .	- 0,3	- 6,4	6,9	-	0,3	- 0,4	6,8
Montants à fin 1984 . . . . .	86,6	26,8	44,9	2,2	1,2	0,4	48,7
<b>Pays de l'OPEP</b>							
1982 . . . . .	0,3	2,2	- 11,4	0,7	0,2	-	- 10,5
1983 . . . . .	0,1	- 2,9	- 8,2	4,4	- 0,7	-	- 4,5
1984 . . . . .	0,1	- 3,1	- 2,8	0,5	0,1	-	- 2,2
Montants à fin 1984 . . . . .	44,0	13,6	54,1	12,3	1,7	-	68,1
<b>Autres pays en développement<sup>3</sup></b>							
1982 . . . . .	- 1,8	2,8	- 0,7	- 0,4	- 1,3	-	- 2,4
1983 . . . . .	- 0,4	- 5,0	7,4	0,3	- 0,2	-	7,5
1984 . . . . .	- 1,0	- 5,6	14,4	- 0,6	- 0,1	-	13,7
Montants à fin 1984 . . . . .	71,9	22,2	97,5	1,4	1,3	-	100,2
<b>Ensemble des pays ci-dessus</b>							
1982 . . . . .	- 3,5	43,9	- 22,1	3,3	0,5	- 8,4	- 26,7
1983 . . . . .	- 2,4	- 63,7	4,5	12,8	- 4,5	3,6	16,4
1984 . . . . .	- 1,8	- 68,8	22,7	- 0,2	1,0	- 7,3	16,2
Montants à fin 1984 . . . . .	940,3	290,6	300,0	40,7	16,1	37,7	394,5
<b>Pour mémoire:</b>							
<b>Pays d'Europe de l'Est<sup>4</sup></b>							
1982 . . . . .	(- 1,1) <sup>5</sup>	(- 0,2) <sup>5</sup>	1,0	-	-	-	1,0
1983 . . . . .	(- 1,0) <sup>5</sup>	(- 0,1) <sup>5</sup>	1,8	-	-	-	1,8
1984 . . . . .	(- 0,6) <sup>5</sup>	(- 0,2) <sup>5</sup>	2,7	-	-	-	2,7
Montants à fin 1984 . . . . .	(- 5,8) <sup>5</sup>	(- 1,8) <sup>5</sup>	22,7	-	-	-	22,7

<sup>1</sup> Encaisses-or évaluées aux prix du marché. <sup>2</sup> A l'exclusion des pays d'Europe de l'Est. <sup>3</sup> Y compris (à la différence du Chapitre VI) Israël et (à la différence du Chapitre VI) les centres financiers offshore. <sup>4</sup> Pour ce groupe de pays, les chiffres des réserves ne sont pas tous complets. Pour la Hongrie et la Roumanie, les chiffres sont ceux qui ont été communiqués au FMI, alors que pour les autres pays du groupe - Albanie, Bulgarie, Pologne, République démocratique allemande, Tchécoslovaquie et URSS - les chiffres sont ceux des dépôts bruts auprès des banques du système de déclaration trimestriel de la BRI. <sup>5</sup> Hongrie et Roumanie uniquement.

qu'elle avait surtout porté sur les positions de réserve de certains pays au FMI. Cette évolution s'expliquait par un développement record des opérations de prêt du FMI dû à la crise de l'endettement international. En 1984, la conjonction d'impulsions émanant de l'économie américaine, de l'effort d'ajustement des pays débiteurs et d'une diminution des tensions internationales a permis à un certain nombre de pays d'améliorer la position de leurs paiements extérieurs; aussi la croissance des réserves non métalliques est-elle venue pour plus de la totalité d'un accroissement de \$22,7 milliards des réserves officielles en devises, dont près d'un quart a représenté une augmentation des avoirs en deutsche marks. En revanche, les avoirs officiels en Ecus ont diminué de \$7,3 milliards en dollars courants, principalement en raison de l'incidence des variations de change et à cause de la baisse du cours officiel de l'or utilisé dans les crédits

croisés d'or contre Ecus entre les membres du Système monétaire européen et le Fonds européen de coopération monétaire.

Les positions de réserve au FMI et les avoirs en DTS des pays membres, qui, au total, avaient marqué une augmentation de \$8,3 milliards en 1983, à la suite du relèvement général des quotes-parts et de tirages records auprès du Fonds, ne se sont accrus que très légèrement en 1984 (+\$0,8 milliard). Cependant, à taux de change constants, les positions de réserve au FMI et les avoirs en DTS se sont renforcés l'année dernière de \$2,4 milliards et \$2 milliards respectivement. Le montant total brut des nouveaux tirages effectués auprès du Fonds s'est établi à DTS 8,1 milliards, soit en baisse de DTS 6 milliards par rapport au niveau record de 1983. Les rachats (DTS 2,3 milliards) ayant, au total, légèrement augmenté, le montant net des nouveaux crédits octroyés par le FMI (DTS 5,8 milliards) s'est donc inscrit en baisse de plus de 50% par rapport à 1983. Sur le montant total des tirages nets sur les ressources du Fonds, l'an dernier, près de DTS 5 milliards ont été effectués par des pays en développement non membres de l'OPEP, les pays de l'Amérique latine ayant reçu, à eux seuls, DTS 3,7 milliards. Le Brésil et le Mexique, qui avaient déjà largement recouru aux lignes de crédit du Fonds en 1983, ont été les principaux bénéficiaires des nouvelles opérations de prêt, avec un total de DTS 1,7 milliard et DTS 1,3 milliard respectivement. Parmi les autres pays en développement, l'Inde et la Corée ont tiré des montants de DTS 0,5 milliard et DTS 0,4 milliard respectivement. En ce qui concerne les pays d'Europe de l'Est, la Hongrie a obtenu DTS 0,5 milliard, alors que, dans le groupe des «Autres pays développés», le Portugal, qui a emprunté DTS 0,2 milliard, a été le seul à bénéficier d'un montant substantiel de nouveaux crédits du FMI.

Pour ce qui est des moyens de paiement utilisés dans les opérations de prêt du Fonds, les nouveaux tirages nets ont été effectués, à hauteur de 93%, en DTS (DTS 2,7 milliards), en dollars EU (DTS 2,1 milliards) et en rials d'Arabie Saoudite (DTS 0,6 milliard). Le Fonds a financé ces tirages, non seulement sur ses avoirs en monnaies et DTS utilisables, mais également en partie sur les facilités de crédit mises à sa disposition en avril 1984 par un certain nombre de pays industrialisés membres et l'Arabie Saoudite.

Par groupe de pays, l'augmentation la plus forte des réserves non métalliques en 1984 (\$13,7 milliards) a été le fait des pays en développement non membres de l'OPEP, alors que les réserves, or exclu, des pays développés hors du Groupe des Dix se sont accrues de \$6,8 milliards. Dans les pays du Groupe des Dix et de l'OPEP, par contre, les réserves ont accusé une contraction en termes nominaux de \$2,1 milliards et \$2,2 milliards respectivement. Il convient toutefois de noter que, dans les pays du Groupe des Dix, ce recul s'explique, et au-delà, par l'incidence des variations de change.

Les gains de réserves des pays en développement non membres de l'OPEP, dus dans une large mesure aux efforts déployés par certains pays lourdement endettés pour améliorer la situation de leurs paiements extérieurs, ont concerné exclusivement les réserves en devises, qui se sont accrues de \$14,4 milliards, soit pratiquement deux fois plus qu'en 1983. Les positions de réserve au FMI de ces pays ont de nouveau diminué en 1984, de \$0,6 milliard, et, comme au cours des

deux années précédentes, ces pays ont continué à mobiliser une partie de leurs réserves métalliques. En Amérique latine, les réserves (or exclu) du Brésil ont fortement progressé, passant de \$4,4 milliards à \$11,5 milliards et celles du Mexique se sont gonflées de \$3,9 milliards à \$7,3 milliards. Pour sa part, l'Argentine a regagné \$0,6 milliard sur les \$1,3 milliard de pertes de réserves en 1983. Trinidad et Tobago ainsi que la Colombie ont, par contre, vu leurs réserves se contracter de \$0,7 milliard et \$0,5 milliard respectivement.

Dans le reste des pays en développement non membres de l'OPEP, l'Inde et Singapour ont enregistré dans chaque cas un accroissement d'environ \$1 milliard de leurs réserves, alors qu'au Liban le montant total des réserves autres que l'or a fléchi de \$1,9 milliard à tout juste \$0,7 milliard. Au Pakistan, ces mêmes réserves se sont contractées de \$0,9 milliard. Au cours des neuf premiers mois de l'année, la Chine a renforcé de \$2,4 milliards ses réserves, hausse en grande partie annulée au quatrième trimestre.

Les pays de l'OPEP ont accusé une perte globale de \$2,2 milliards au titre de leurs réserves non métalliques, ce qui a correspondu à la moitié environ du recul constaté en 1983. Les réserves en devises, en particulier, qui avaient fléchi de \$8,2 milliards en 1983, ont marqué une diminution de \$2,8 milliards seulement, due principalement à des effets de taux de change. Au sein du groupe de l'OPEP, les plus importantes pertes sur les réserves ont été enregistrées par l'Arabie Saoudite (-\$2,5 milliards), la Libye (-\$1,6 milliard), le Koweït (-\$0,6 milliard) et l'Algérie (-\$0,4 milliard). En revanche, l'Indonésie et le Venezuela ont vu leurs réserves augmenter de \$1,1 milliard et \$1,3 milliard respectivement.

Dans les pays développés, les gains de réserves cumulés (\$6,8 milliards) dans les pays n'appartenant pas au Groupe des Dix ont doublé par rapport à 1983. L'Espagne et la Norvège ont enregistré, pour leur part, des augmentations de \$4,6 milliards et \$2,7 milliards respectivement; la Finlande a également pu faire état d'un accroissement substantiel de ses réserves, or exclu (\$1,5 milliard), de même que la Nouvelle-Zélande (\$1 milliard). Par contre, les réserves de l'Australie et de l'Afrique du Sud ont diminué de \$1,4 milliard et \$0,6 milliard respectivement.

La contraction des réserves autres que l'or des pays du Groupe des Dix s'explique, et au-delà, par la diminution de \$6,9 milliards de la valeur en dollars courants des avoirs en Ecus des pays membres du Système monétaire européen, dont il a déjà été fait mention dans ce Rapport. Dans l'ensemble, les autres actifs de réserve non métalliques des pays du Groupe des Dix se sont accrus de \$4,8 milliards, soit d'environ \$9 milliards si l'on ne tient pas compte des effets de taux de change. Les réserves des Etats-Unis ont progressé de \$1,2 milliard et celles du Japon de \$1,8 milliard, en dépit de la faiblesse du yen à l'égard du dollar. Au Canada, en revanche, la faiblesse de la monnaie nationale vis-à-vis du dollar a provoqué une diminution de \$2,7 milliards à \$1,7 milliard de la valeur des réserves en devises.

En ce qui concerne l'évolution intervenue dans les pays européens du Groupe des Dix, abstraction faite des avoirs en Ecus, les réserves en devises de

la France et de l'Italie se sont gonflées de \$3 milliards et \$1,8 milliard respectivement, ces deux pays ayant bénéficié de la stabilité de leur monnaie au sein du Système monétaire européen et du niveau élevé de leurs taux d'intérêt nominaux. Par contre, les réserves en devises du Royaume-Uni ont diminué de \$1,3 milliard. En Allemagne, le niveau des réserves de l'espèce s'est peu modifié sur l'ensemble de l'année 1984, étant donné que les interventions effectuées sur le marché des changes pour freiner la hausse du dollar par rapport au deutsche mark ont été à peu près compensées par les gains résultant de la rémunération des réserves en dollars et d'autres recettes officielles en dollars.

Pour le premier trimestre de 1985, la diminution des réserves non métalliques des pays du Groupe des Dix, à l'exclusion des avoirs en Ecus, est estimée à \$6 milliards. Les avoirs officiels en devises se sont contractés de \$6,2 milliards, et, sur cette perte, plus de \$2 milliards ont résulté du dénouement de swaps entre la Banque Nationale Suisse et des banques commerciales en Suisse. Les interventions massives sur les marchés des changes, effectuées entre fin janvier et début mars, à hauteur de près de \$11 milliards au total, n'ont eu qu'une incidence marginale sur l'évolution des réserves totales en devises du groupe: en effet, les réserves de chaque pays, pris individuellement, sont affectées par divers autres facteurs, notamment les emprunts officiels à l'étranger et la rémunération des actifs de réserve. Des baisses de réserves en devises au premier trimestre de 1985 ont été enregistrées par l'Allemagne (-\$2,7 milliards), l'Italie (-\$2,4 milliards) et les Pays-Bas (-\$0,4 milliard). Dans le cas de l'Italie, l'ampleur de ces pertes a traduit essentiellement la faiblesse de la lire vis-à-vis des autres monnaies du SME. Par contre, au premier trimestre de 1985, la France et le Canada ont bénéficié de gains de réserves de \$0,6 milliard dans les deux cas. Aux Etats-Unis, les interventions des autorités monétaires sur le marché des changes se sont reflétées en partie dans l'augmentation de \$0,4 milliard des réserves en devises de ce pays.

En ce qui concerne le placement des avoirs en devises, la principale caractéristique de l'année 1984 a été le placement hors des Etats-Unis de la majeure partie des gains de réserves officielles en devises. Les engagements des Etats-Unis envers les autorités monétaires étrangères n'ont augmenté que de \$4,8 milliards. Les dépôts officiels en eurodollars, qui, du fait de la préférence pour les placements les plus sûrs et de la contraction des réserves de l'OPEP, avaient diminué en moyenne de plus de \$10 milliards par an entre 1981 et 1983, se sont accrus de \$9 milliards en 1984. De surcroît, le montant total des dépôts officiels en euromonnaies autres que le dollar et des dépôts officiels sur les marchés nationaux autres que les Etats-Unis, qui, après un recul de plus de 40% en 1981-82, avait déjà amorcé une remontée en 1983, s'est de nouveau renforcé en 1984 (+\$4,1 milliards en dollars courants) pour s'établir à \$39,6 milliards. Globalement, le renforcement des avoirs de réserve officiels détenus dans des banques situées hors des Etats-Unis est ressorti en 1984 à \$13,1 milliards en dollars courants et à \$17,5 milliards en dollars constants.

Cette évolution s'explique essentiellement par trois facteurs. En premier lieu, les pays en développement non membres de l'OPEP ont placé sur

Structure des placements des réserves en devises, 1981-84

Rubriques	Flux				Encours à fin 1984
	1981	1982	1983	1984	
en milliards de dollars EU					
1. Dépôts auprès de banques situées dans des pays européens, <sup>1</sup> au Canada et au Japon:					
a) sur les marchés nationaux . . . . .	- 1,4	- 3,5	- 1,3	1,0	12,2
Deutsche marks . . . . .	- 1,6	- 0,5	- 0,8	- 0,7	1,2
Francs suisses . . . . .	1,0	- 1,3	- 0,4	- 0,1	0,9
Yens . . . . .	0,8	- 0,4	- 0,3	1,6	6,3
Livres sterling . . . . .	- 0,8	- 0,1	0,3	0,5	2,6
Francs français . . . . .	- 0,8	- 0,2	-	- 0,1	0,5
Autres monnaies . . . . .	-	- 1,0	- 0,1	- 0,2	0,7
b) sur l'euromarché . . . . .	-17,9	-24,4	- 6,5	10,5	85,7
Dollars . . . . .	- 8,8	-12,2	- 9,0	7,6	58,9
Deutsche marks . . . . .	- 5,4	- 7,0	2,1	2,8	16,7
Francs suisses . . . . .	- 1,1	- 2,9	- 0,5	- 0,1	3,6
Yens . . . . .	-	- 0,8	1,2	0,5	2,9
Livres sterling . . . . .	- 1,1	- 0,6	- 0,1	-	0,5
Francs français . . . . .	- 0,8	- 1,4	- 0,1	0,1	0,4
Autres monnaies <sup>2</sup> . . . . .	- 0,7	0,5	- 0,1	- 0,4	2,7
2. Dépôts auprès de certaines succursales offshore de banques américaines <sup>3</sup> . . . . .	- 0,7	- 1,7	-	1,6	4,9
Total 1 + 2 . . . . .	-20,0	-29,6	- 7,8	13,1	102,8
dont: en dollars . . . . .	- 9,3	-13,9	- 8,9	9,0	63,2
en autres monnaies . . . . .	-10,7	-15,7	1,1	4,1	39,6
<i>Pour mémoire:</i>					
Engagements déclarés des Etats-Unis envers des autorités monétaires étrangères (à l'exclusion des dollars ayant fait l'objet d'opérations de swap contre Ecus) . . . . .	4,8	2,8	6,5	4,8	168,4
Total des dépôts de l'OPEP <sup>4</sup> auprès de banques <sup>5</sup> déclarantes hors des Etats-Unis . . . . .	- 0,9	-27,4	-17,1	- 3,8	120,3

Remarque: Les chiffres figurant dans le tableau comprennent les variations, dues aux fluctuations de change, de la valeur en dollars des réserves détenues en autres monnaies.

<sup>1</sup> Allemagne, Autriche, Belgique-Luxembourg, Danemark, France, Irlande, Italie, Pays-Bas, Royaume-Uni, Suède et Suisse. Les flux pour 1984 et les encours à fin 1984 incluent également les chiffres concernant l'Espagne, la Finlande et la Norvège.

<sup>2</sup> Y compris les Ecus. <sup>3</sup> Sises aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Panama, à Hong Kong et Singapour. <sup>4</sup> Les flux pour 1984 et les encours à fin 1984 ne comprennent pas les chiffres pour Bahreïn. <sup>5</sup> Pour les flux, on inclut jusqu'à fin 1983 les banques situées dans les pays cités à la note 1, ainsi que les succursales offshore de banques américaines installées dans les centres énumérées à la note 3. Les flux pour 1984 et les encours à fin 1984 incluent, en outre, les chiffres pour l'Espagne, la Finlande et la Norvège, ainsi que les données sur l'ensemble des banques situées aux Bahamas, aux îles Caïmans, à Hong Kong et à Singapour, de même que tous les guichets offshore à Bahreïn et toutes les banques offshore opérant aux Antilles néerlandaises.

l'euromarché, pour des considérations de rendement, la plus grande partie des gains de réserves en devises réalisés en 1984. En deuxième lieu, certains pays membres du Système monétaire européen ont considérablement accru leurs réserves en deutsche marks. Ces accroissements ont résulté d'interventions intramarginales effectuées par ces pays dans le cadre du mécanisme de change du SME pour freiner la revalorisation de leur monnaie vis-à-vis du deutsche mark (voir page 176). En troisième lieu, on a assisté à un gonflement substantiel

des dépôts en yens, surtout auprès de banques installées au Japon, mouvement probablement lié aux récentes mesures de libéralisation adoptées dans ce pays.

On constate dès lors une modification par rapport à l'évolution intervenue en 1981-82 et au premier semestre de 1983: les placements officiels de réserves en devises avaient alors concouru au raffermissement du dollar EU, qui se situait à un faible niveau. Par contre, depuis le milieu de l'année 1983, la constitution de réserves officielles auprès de banques situées hors des Etats-Unis, sous forme notamment de dépôts en monnaies autres que le dollar, a joué dans le sens d'une modération de la vigueur du dollar.

## 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 continué de jouer son rôle traditionnel de promoteur de la coopération monétaire internationale.

La Banque a participé, en qualité d'observateur, à la fois aux travaux du Comité intérimaire du Conseil des gouverneurs du Fonds monétaire international sur le système monétaire international et aux réunions des ministres des Finances et des gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix et 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 de ce 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.

En plus des réunions régulières, à Bâle, des gouverneurs des instituts d'émission des pays du Groupe des Dix, la Banque a organisé des rencontres périodiques entre représentants des banques centrales, consacrées à l'examen de questions telles que l'évolution des marchés de l'or et des changes. Elle a de nouveau assuré le secrétariat de divers groupes d'experts.

Le Comité permanent des euromonnaies a continué, conformément au mandat qui lui a été confié en 1980 par les gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix, d'assurer la surveillance régulière de l'évolution bancaire internationale. La Banque a également collecté, examiné et diffusé des données statistiques sur l'évolution bancaire internationale. En outre, la couverture de ces données a été sensiblement étendue. Neuf autres pays – Antilles néerlandaises, Bahamas, Bahreïn, îles Caïmans, Espagne, Finlande, Hong Kong, Norvège et Singapour – ont commencé à transmettre des statistiques trimestrielles sur les opérations extérieures de leurs banques. D'autre part, le champ des données trimestrielles sur l'activité bancaire internationale a été élargi, de manière à y inclure davantage d'informations détaillées qu'auparavant sur les opérations interbancaires. De plus, un certain nombre de pays qui transmettent des données semestrielles sur l'échéancier des avoirs extérieurs de leurs banques ont étendu la couverture de leurs statistiques afin d'englober l'activité de leurs banques nationales consolidée à l'échelle mondiale.

Le Comité des règles et pratiques de contrôle des opérations bancaires, en plus de ses échanges d'informations réguliers sur l'évolution de la surveillance bancaire dans les pays membres, a continué de consacrer une attention particulière en 1984 à la question du niveau des fonds propres des banques internationales. Ce travail comporte trois volets principaux: élaboration d'un cadre de

comparaison des normes régissant le niveau des fonds propres des différentes banques internationales; surveillance des efforts entrepris dans le monde pour renforcer la situation de fonds propres des banques et leurs provisions pour risques; examen des évolutions et techniques nouvelles en matière d'opérations hors bilan et leur traitement approprié pour l'évaluation du niveau des fonds propres.

Au cours de l'année sous revue, les banques centrales membres du Groupe des experts informaticiens ont poursuivi des travaux qui s'articulent autour des trois axes suivants: les réseaux de télétransmission dans le domaine bancaire, les technologies qu'ils mettent en œuvre et les questions, de sécurité et de fiabilité notamment, qu'ils soulèvent; la dissémination de l'informatique distribuée dans l'ensemble des secteurs d'activité des instituts d'émission et les multiples implications de ce phénomène; l'évolution des services informatiques et les moyens dont disposent les responsables pour mener à bien les adaptations nécessaires.

Les représentants des banques centrales rassemblés au sein du Groupe d'experts sur les systèmes de paiement ont mené à son terme la révision du livre sur les systèmes de paiement dans onze pays développés. Ils ont également procédé à des échanges réguliers d'informations sur les évolutions en cours dans leur pays respectif et consacré une part non négligeable de leur activité à une analyse des risques engendrés par l'accélération des transmissions interbancaires.

Sous l'égide du Groupe d'experts des banques centrales sur les questions relatives à la banque de données monétaires et économiques, une nouvelle étape a été franchie dans la réalisation d'un véritable service de banque de données qui réponde aux besoins des banques centrales des pays du Groupe des Dix et de la BRI. Le Groupe, en particulier, a pratiquement atteint les buts fixés pour l'acheminement de blocs de données macro-économiques par le réseau de télécommunications établi avec le centre informatique de la BRI; des progrès ne cessent d'être accomplis dans le domaine de la transmission automatique des statistiques bancaires internationales et de leur intégration aux systèmes internes de traitement déjà opérationnels à la BRI. Du fait de ces développements, les questions présentant un intérêt particulier pour les utilisateurs, les techniques d'accès aux données, par exemple, passent actuellement au premier plan, et le Groupe d'experts leur accordera une attention croissante lors de ses prochaines réunions.

Le Comité des gouverneurs des banques centrales des Etats membres de la Communauté économique européenne et le Conseil d'administration du Fonds européen de coopération monétaire, ainsi que leurs sous-comités et groupes d'experts, ont continué à se réunir à Bâle. Ces derniers comprennent en particulier: le Comité des suppléants des gouverneurs, qui prépare systématiquement les séances des gouverneurs; un groupe spécialisé dans le domaine des marchés des changes et des politiques d'intervention sur ces marchés (depuis le début de 1976, la composition de ce groupe varie selon la nature des travaux: ou il se limite aux pays de la CEE lorsqu'il traite, par exemple, du Système monétaire européen (SME), ou il s'étend à d'autres pays industrialisés tels que le Canada, les Etats-Unis, le Japon, la Norvège, la Suède et la Suisse); enfin, un groupe est

chargé d'examiner périodiquement les politiques monétaires menées par les Etats membres et leur coordination au niveau communautaire et également d'étudier spécialement certaines questions, par exemple, en 1984, le niveau et l'importance des taux d'intérêt corrigés de l'inflation dans les pays membres de la CEE.

Au cours de l'exercice 1984-85, une grande partie de l'activité du Comité des gouverneurs et, partant, de ses sous-comités et groupes d'experts a concerné la gestion du SME mis en place le 13 mars 1979. Il s'est agi en particulier:

- de veiller à l'application correcte des dispositions régissant ce système;
- de renforcer, comme le requiert le bon fonctionnement du SME, la coordination des politiques de change et des politiques monétaires internes menées par les banques centrales de la CEE.

En outre, le Comité des gouverneurs a examiné un certain nombre de propositions visant à renforcer le SME par l'amélioration des conditions d'utilisation et de détention de l'Ecu officiel. Le 12 mars 1985, il est parvenu à un accord de principe sur les mesures suivantes:

- la rémunération appliquée aux positions en Ecus et aux créances au titre du financement à très court terme sera améliorée, étant donné qu'elle ne sera plus désormais calculée sur la base des taux d'escompte officiels des pays de la CEE, mais à partir des taux du marché monétaire de ces pays;
- les banques centrales seront habilitées à mobiliser, par l'intermédiaire du Fonds européen de coopération monétaire, leurs positions créditrices nettes en Ecus ainsi qu'une partie de leurs allocations initiales en Ecus pour faire face à un besoin de monnaies d'intervention;
- les possibilités d'utilisation de l'Ecu officiel dans les règlements intracommunautaires seront améliorées;
- le cercle des utilisateurs de l'Ecu officiel pourrait être élargi à des banques centrales de pays ayant des liens particulièrement étroits avec la CEE et à des organisations monétaires internationales telles que la Banque des Règlements Internationaux; ces institutions pourront, en effet, être habilitées à détenir des Ecus officiels en tant que «tiers détenteurs».

L'adaptation nécessaire des textes juridiques pour mettre en application cet ensemble de mesures est en cours.

La Banque a continué d'assumer les fonctions d'Agent du Fonds européen de coopération monétaire qu'elle remplit depuis le 1er juin 1973\*.

Ces fonctions, d'une part, ont trait au fonctionnement du SME et, d'autre part, concernent l'exécution des transactions financières liées aux opérations d'emprunt communautaire destinées au soutien des balances des paiements des pays membres de la CEE.

---

\* On trouvera dans le cinquante-quatrième Rapport annuel, pages 188-190, une description des structures et fonctions du Fonds.

Au cours de la période du 1er avril 1984 au 31 mars 1985, le volume des interventions effectuées par les banques centrales du SME dans les monnaies des autres pays membres et notifiées à l'Agent n'a été que marginal. Le volume d'Ecus émis par le Fonds dans le cadre d'opérations de swap avec chacune des banques centrales de la CEE (à l'exception de la Grèce, qui ne fait pas encore partie du SME) s'élevait à Ecus 52 milliards au 31 mars 1985, ce qui correspond à environ \$EU 38 milliards au cours de change en vigueur à cette date. Le montant brut des transferts en Ecus entre les comptes «Réserves en Ecus» des banques centrales de la CEE et de l'intérêt versé au titre des positions nettes en Ecus de ces banques centrales s'est élevé au total à quelque Ecus 4 milliards.

En ce qui concerne les opérations d'emprunt ou de prêt de la Communauté, au cours de la période sous revue, l'Agent du Fonds a perçu de la France et de l'Italie et a réparti aux bailleurs de fonds de la CEE les montants dus pour le service des intérêts et les commissions sur les emprunts non remboursés. En outre, il a assuré les transactions financières liées au remboursement de la seconde tranche (\$EU 300 millions au taux d'intérêt de 7,75%) d'un emprunt de \$EU 500 millions. Par suite de ce remboursement, effectué par l'Italie le 1er juin 1984, les emprunts contractés par la Communauté économique européenne en 1976 et 1977 en vertu du règlement (CEE) No 397/75 et portant initialement sur un montant total de \$EU 1,6 milliard et DM 0,5 milliard ont été intégralement amortis.

L'encours des emprunts effectués par la CEE en juillet et août 1983 de la part de la République française, dans le cadre du règlement (CEE) No 682/81, est resté inchangé. Il s'établissait, au 31 mars 1985, à Ecus 150 millions et \$EU 3.390 millions. (Pour la description de ces opérations de prêt, se reporter au cinquante-quatrième Rapport annuel, pages 190 et 191.)

## 2. Opérations du Département Bancaire

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes au 31 mars 1985, contrôlés par les commissaires-vérificateurs, figurent à la fin du présent Rapport; tous deux sont exprimés en francs or.\*

\* \* \*

A la fin de l'exercice 1984-85, le 31 mars 1985, le total du bilan atteint	F or 22.851.917.382
Au 31 mars 1984, il s'élevait à	F or 21.276.333.080
La progression est ainsi de	F or 1.575.584.302,

soit de 7%; elle est donc plus importante que la hausse observée à la clôture de l'exercice précédent. Elle aurait été plus marquée encore, sans une dépréciation

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

générale de la valeur, exprimée en franc or, des monnaies autres que le dollar EU, qui s'est effectuée de manière progressive en cours d'exercice, à l'exception des mois d'août 1984 et de mars 1985 où une certaine appréciation avait été observée.

Les fluctuations mensuelles des ressources ont été très variables, allant d'un recul de 4% à une progression de plus de 6%.

Le total du bilan a légèrement dépassé 23 milliards de francs or à fin juillet 1984, ce qui constitue le montant le plus élevé atteint au cours de cet exercice.

Le tableau ci-dessous montre que la croissance du bilan a été relativement constante depuis 1982.

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

Exercice clos le 31 mars	Total du bilan	Différences par rapport à l'exercice précédent	
	en millions de francs or		en pourcentage
1981	19.726	- 4.683	- 19
1982	19.057	- 669	- 3
1983	20.358	+ 1.301	+ 7
1984	21.276	+ 918	+ 5
1985	22.852	+ 1.576	+ 7

Ne sont pas inclus dans le bilan:

- les effets et autres titres détenus sous dossier pour le compte de banques centrales ou d'autres déposants;
- les avoirs détenus au titre des fonctions assumées par la Banque dans le cadre d'emprunts internationaux (Tiers convenu, Mandataire ou Trustee);
- les écritures découlant des fonctions de la Banque en tant qu'Agent du Fonds européen de coopération monétaire, telles que décrites précédemment à la Section 1;
- l'or sous dossier, gardé par la Banque pour le compte de divers déposants. A la fin de cet exercice, son volume équivalait à 1.164 millions de francs or, en baisse de 68 millions. Il atteignait 1.641 millions de francs or au 31 mars 1983 et 1.232 millions au 31 mars 1984.

#### PASSIF (COMPOSITION DES RESSOURCES)

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

Exercice clos le 31 mars	Capital versé et réserves	Fonds empruntés	Passifs divers	Total du bilan
	en millions de francs or			
1981	937	18.539	250	19.726
1982	987	17.778	292	19.057
1983	1.037	18.987	334	20.358
1984	1.088	19.805	383	21.276
1985	1.143	21.323	386	22.852

## A. Capital, réserves et passifs divers

a) Capital libéré F or 295.703.125

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

b) Réserves

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

1) *Fonds de réserve légale* F or 30.070.313

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

2) *Fonds de réserve générale*

après répartition du bénéfice net de 1984-85 F or 499.552.793

contre 477,6 millions de francs or; un transfert de 22 millions est en effet proposé par imputation sur le bénéfice en question. Le renforcement ainsi envisagé de cette réserve est conforme aux dispositions de l'article 51 (3) des Statuts.

3) *Fonds spécial de réserve de dividendes* F or 21.530.055

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

4) *Fonds de réserve libre*

après répartition du bénéfice net de 1984-85 F or 296.330.236

contre 263,3 millions de francs or. Il a été recommandé d'affecter une somme de 33 millions à ce fonds, également par prélèvement sur le bénéfice.

Le montant total des réserves, après répartition du bénéfice 1984-85, est ainsi porté à F or 847.483.397

Il s'élevait à 792,5 millions de francs or au début de l'exercice. L'augmentation totale de 55 millions représente le montant le plus élevé attribué aux réserves à la fin d'un exercice.

c) Le poste «Divers» s'établit à F or 373.006.144

contre 366,2 millions de francs or, soit une légère hausse de 6,8 millions.

d) Compte de profits et pertes *avant* répartition F or 68.366.633

correspondant au bénéfice net de l'exercice 1984-85.

Les détails de la répartition proposée, effectuée conformément aux dispositions de l'article 51 des Statuts, sont donnés dans la Section 3 ci-après. Une somme de 13.366.633 francs or, contre 16.492.877 francs or pour l'exercice précédent, est prélevée sur le bénéfice net au titre du dividende de 145 francs suisses par action payable le 1er juillet 1985; elle figure au passif du bilan. Le montant du dividende en francs suisses reste inchangé par rapport à l'exercice précédent.

### B. Fonds empruntés

Les tableaux ci-après indiquent l'origine, la nature et la durée des ressources empruntées par la Banque.

**BRI: fonds empruntés d'après leur origine**

Origine	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1984	1985	
en millions de francs or			
Dépôts des banques centrales . . . . .	19.178	21.104	+ 1.926
Dépôts des autres déposants . . . . .	627	219	- 408
<b>Total . . . . .</b>	<b>19.805</b>	<b>21.323</b>	<b>+ 1.518</b>

La progression de l'ensemble des ressources est due en totalité aux fonds nouveaux reçus des banques centrales. Les dépôts des autres déposants reculent sensiblement, en particulier ceux qui proviennent de diverses organisations internationales; les fonds empruntés sur le marché n'en constituent qu'une très faible part.

Au cours de cet exercice, la composition par monnaie des ressources fait ressortir un développement sensible des fonds reçus en deutsche marks. Les dépôts en or progressent quelque peu.

La part des dépôts des banques centrales par rapport au total des ressources atteint 99% à la fin de cet exercice, contre 96,8% au 31 mars 1984.

**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
	1984	1985		1984	1985		1984	1985	
en millions de francs or									
A vue . . . . .	4.225	4.314	+ 89	346	312	- 34	4.571	4.626	+ 55
A 3 mois au maximum . . . . .	141	78	- 63	13.679	15.238	+1.559	13.820	15.316	+1.496
A plus de 3 mois . . . . .	-	-	-	1.414	1.381	- 33	1.414	1.381	- 33
<b>Total . . . . .</b>	<b>4.366</b>	<b>4.392</b>	<b>+ 26</b>	<b>15.439</b>	<b>16.931</b>	<b>+1.492</b>	<b>19.805</b>	<b>21.323</b>	<b>+1.518</b>

La légère augmentation des ressources à vue est due à l'accroissement des dépôts en or.

La progression des dépôts à plus long terme, en particulier ceux qui ont au maximum trois mois à courir, correspond pratiquement à la hausse de l'ensemble des ressources. Les fonds ayant une durée de plus de trois mois à courir sont en léger recul.

Compte tenu de ces fluctuations, la part des dépôts en or dans le total des ressources s'élève à 20,6% et celle des dépôts en monnaies à 79,4%. Au 31 mars 1984, ces pourcentages atteignaient respectivement 22% et 78%.

La part des dépôts à vue est de 21,7%, contre 23,1%, celle des dépôts à terme de 78,3%, contre 76,9%.

a) Dépôts en or F or 4.391.845.185  
contre 4.366 millions de francs or, soit une hausse de 26 millions due à un apport net.

b) Dépôts en monnaies F or 16.930.512.898  
en hausse de 1.492 millions de francs or ou de 9,7%. Ce mouvement résulte de l'augmentation des ressources dont la durée restant à courir est de trois mois au maximum. Les fonds reçus à vue et ceux ayant encore plus de trois mois à courir sont en léger repli.

#### 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	
	1984	1985		
	en millions de francs or			
Avoirs à vue				
Or	5.049	5.021	-	28
Monnaies	11      5.060	5      5.026	-	6      34
Bons du Trésor				
Monnaies		757	453	- 304
Dépôts à terme et avances				
Or	19	77	+	58
Monnaies	13.513    13.532	14.594    14.671	+	1.081    1.139
Titres à terme				
Monnaies		1.909	2.685	+ 776
Total				
Or	5.068	5.098	+	30
Monnaies	16.190    21.258	17.737    22.835	+	1.547    1.577

a) Or F or 5.021.369.537  
 contre 5.049 millions de francs or au 31 mars 1984.

Le recul de 28 millions est dû à un accroissement des placements effectués sur le marché. En effet, les prélèvements effectués n'ont été que partiellement compensés par les nouveaux apports nets des banques centrales.

b) Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue F or 5.197.514  
 contre 10,9 millions de francs or.

c) Bons du Trésor F or 452.493.140

Ce portefeuille atteignait 757 millions de francs or à la fin de l'exercice précédent. Le repli constaté comprend la diminution nette du total des bons du Trésor achetés sur divers marchés, aux Etats-Unis surtout.

d) Dépôts à terme et avances F or 14.671.193.327  
 contre 13.532 millions de francs or. La progression est de 1.139 millions.

Ce développement s'est effectué parallèlement à l'accroissement des ressources. Il en est résulté notamment une forte hausse des placements en deutsche marks sur le marché.

Sont également inclus les montants tirés par le Fonds monétaire international sur une facilité de DTS 2.505 millions que la Banque lui a consentie en 1984, comme mentionné dans le précédent Rapport annuel.

e) Titres à terme F or 2.685.157.948  
 contre 1.909 millions de francs or, soit une hausse de 776 millions.

Ce portefeuille s'est progressivement étoffé au cours des six premiers mois de l'exercice. Il s'est ensuite stabilisé à un niveau jamais atteint auparavant.

La répartition des placements en dépôts à terme et avances – en monnaies et en or – ainsi qu'en titres à terme, d'après leur durée restant à courir, apparaît dans le tableau ci-dessous.

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

Durée	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1984	1985	
	en millions de francs or		
A 3 mois au maximum . . . . .	12.521	14.077	+ 1.556
A plus de 3 mois . . . . .	2.920	3.279	+ 359
<b>Total . . . . .</b>	<b>15.441</b>	<b>17.356</b>	<b>+ 1.915</b>

Au cours de cet exercice, le total des placements ayant encore au maximum trois mois à courir a augmenté de la même manière que celui des ressources reçues échéant sur une même période.

Les placements ayant encore une durée plus longue à courir progressent, alors que l'on avait observé une réduction de ce poste à la fin des deux exercices précédents.

Les opérations à trois mois au maximum constituent 81,1% de l'ensemble des placements, ceux à plus long terme 18,9%. Ces pourcentages sont identiques à ceux qui ont été notés à la fin de l'exercice précédent.

f) Divers F or 16.505.915  
contre 17,8 millions de francs or au 31 mars 1984.

#### Opérations à terme sur or

Elles figurent dans la note 2 complémentaire au bilan et font ressortir un solde négatif de F or 44.328.840

contre un solde négatif de 40,3 millions de francs or à la fin de l'exercice précédent.

Le montant de l'or à livrer à terme augmente légèrement par suite de l'ajustement des poids d'or liés aux swaps en cours d'or (reçu au comptant) contre monnaies.

\*            \*  
                 \*

### 3. Bénéfice net et répartition

Les comptes du cinquante-cinquième exercice clos le 31 mars 1985 font apparaître un excédent net d'exploitation de 71.206.434 francs or, contre 67.934.268 francs or au titre du précédent exercice. L'amélioration constatée dans le résultat financier pour l'exercice sous revue est due essentiellement à l'augmentation du volume des fonds mis à la disposition de la Banque aux fins de placement, alors que les niveaux des taux d'intérêt ont été généralement comparables à ceux de 1983-84.

L'excédent net d'exploitation est indiqué après déduction de 14.140.343 francs or au titre des frais d'administration, dont la diminution par rapport au chiffre de l'exercice précédent (15.354.329 francs or) reflète la poursuite de la baisse, au cours de l'exercice, de la valeur en franc or du franc suisse, monnaie dans laquelle la majeure partie des dépenses de la Banque sont encourues; en termes de francs suisses, le total des frais d'administration a en fait augmenté.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 2.839.801 francs or à la Provision pour frais d'administration exceptionnels. A la suite de ce transfert, le

bénéfice net atteint 68.366.633 francs or, contre 67.492.877 francs or pour l'exercice précédent. Sa répartition est réglée par l'article 51 des Statuts.

Conformément à cet article, le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale de répartir le bénéfice net de 68.366.633 francs or de la manière suivante:

- i) une somme de 13.366.633 francs or est affectée au paiement d'un dividende de 145 francs suisses par action;
- ii) un montant de 22.000.000 de francs or est transféré au Fonds de réserve générale;
- iii) un montant de 33.000.000 de francs or, représentant le reliquat du bénéfice net disponible, est transféré au Fonds de réserve libre que le Conseil d'administration peut utiliser pour tout objet conforme aux dispositions des Statuts.

Si ces propositions sont acceptées, le dividende sera payé le 1er juillet 1985 aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1985.

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 1985 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**

Au cours de l'exercice 1984-85, les sommes reçues par la Banque pour le service du seul emprunt en cours - l'emprunt garanti 5¼% (15ème série) 1961-86, d'un montant nominal de FLUX 100.000.000, correspondant à 823.000 francs or au taux en vigueur à fin mars 1985 - se sont élevées à l'équivalent d'environ 66.000 francs or au titre de l'amortissement et des intérêts. Le montant dû en principal s'est ainsi trouvé ramené, à la fin de l'exercice, à l'équivalent d'environ 62.000 francs or.

En ce qui concerne les fonctions de Trustee assumées par la Banque pour les nouvelles obligations émises par le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne, en exécution de l'Accord de Londres du 27 février 1953 sur les dettes extérieures allemandes, au titre de l'Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young), il convient de se reporter au cinquantième Rapport annuel, pages 181-183.

## **5. Modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction**

Au cours de la séance tenue le 18 juin 1984, le Président, le Dr Fritz Leutwiler, a annoncé que, suite à sa décision de quitter son poste de Président de la Direction générale de la Banque Nationale Suisse à la fin de décembre 1984, il présentait sa démission des fonctions de Président du Conseil d'administration et de Président de la Banque des Règlements Internationaux à compter de la même date. Le Dr Leutwiler occupait ces deux fonctions depuis le 1er janvier 1982.

Au cours de la séance suivante du Conseil, le 10 juillet 1984, le Prof. Paolo Baffi, en sa qualité de doyen des membres, a exprimé au Dr Leutwiler la très sincère gratitude du Conseil d'administration pour les services éminents qu'il a rendus à la Banque. Le Conseil a ensuite élu, conformément à l'article 38 des Statuts, M. Jean Godeaux, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, aux postes de Président du Conseil d'administration et de Président de la BRI pour une période de trois ans à compter du 1er janvier 1985.

Lors de la même séance, le Président a fait savoir que M. Gabriel Lefort abandonnerait prochainement son poste de suppléant de M. Renaud de la Genière. Le Président a fait part à M. Lefort de la reconnaissance de la Banque pour ses précieux services.

Lors de la réunion du Conseil tenue le 11 septembre 1984, le Prof. Baffi, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 7 novembre 1984, a été de nouveau nommé à ce poste par le Dr Carlo Azeglio Ciampi, Gouverneur de la Banque d'Italie, conformément à l'article 27(2) des Statuts, pour une nouvelle période de trois ans prenant fin le 7 novembre 1987.

Au cours de la même réunion, le Président a informé le Conseil que M. de la Genière avait nommé M. Francis Cappanera pour être son suppléant en l'absence de M. Jacques Waitzenegger, successeur de M. Lefort.

En novembre 1984, M. Michel Camdessus a succédé à M. de la Genière au poste de Gouverneur de la Banque de France et est devenu administrateur d'office à sa place. Au cours de la réunion du Conseil, tenue le 11 décembre 1984, le Président a assuré M. de la Genière de la reconnaissance des membres du Conseil pour les services éminents qu'il a accomplis au cours d'un mandat de cinq années.

C'est également durant la séance de décembre que M. Pierre Languetin, qui avait été désigné pour succéder au Dr Leutwiler au poste de Président de la Direction générale de la Banque Nationale Suisse, a été élu, conformément à l'article 27(3) des Statuts, administrateur pour la période non expirée du mandat du Dr Leutwiler, à savoir jusqu'au 31 mars 1986.

En outre, le Dr Johann Schöllhorn, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 31 décembre 1984, a été de nouveau nommé à ce poste par M. Karl Otto Pöhl, Président de la Deutsche Bundesbank, conformément à l'article 27(2) des Statuts, pour une nouvelle période de trois ans se terminant le 31 décembre 1987.

Enfin, le Président a également informé le Conseil que le Dr Ciampi avait nommé le Dr Rainer Masera pour être son suppléant à la place du Dr Giovanni Magnifico en l'absence du Dr Lamberto Dini. Le Président a exprimé au Dr Magnifico la gratitude de la Banque pour les précieux services qu'il lui a rendus.

En février 1985, le Baron de Strycker, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 28 février, a été de nouveau nommé à ce poste par M. Godeaux, conformément à l'article 27(2) des Statuts, pour une nouvelle période de trois ans prenant fin le 29 février 1988.

Le Dr W.F. Duisenberg, dont le mandat d'administrateur venait à expiration le 31 mars 1985, a été réélu, conformément à l'article 27(3) des Statuts, lors de la séance du Conseil tenue le 12 mars 1985, pour une nouvelle période de trois ans prenant fin le 31 mars 1988.

Le Dr Günther Schleiminger, qui était Directeur Général de la Banque depuis le 1er mars 1981, a pris sa retraite le 30 avril 1985. Lors de la séance du Conseil du 15 avril 1985, le Président a exprimé au Dr Schleiminger la vive reconnaissance de tous les membres du Conseil pour la distinction avec laquelle il s'est acquitté de toutes ses responsabilités et leur sincère gratitude pour les éminentes qualités dont il a fait preuve dans l'exercice de ses fonctions.

Conformément à la nomination officielle faite par le Conseil lors de sa séance du 13 novembre 1984, M. Alexandre Lamfalussy, qui était Directeur Général Adjoint de la Banque depuis le 1er mars 1981, a succédé au Dr Schleiminger, le 1er mai 1985, au poste de Directeur Général. De même, à compter également du 1er mai 1985, M. R.T.P. Hall, qui était Chef du Département Bancaire depuis le 1er janvier 1974, a pris les fonctions de Directeur Général Adjoint. M. Rémi Gros, qui était Directeur depuis le 1er avril 1981, est devenu Chef du Département Bancaire, et le Dr Horst Bockelmann a été nommé Conseiller Economique et Chef du Département Monétaire et Economique.

\* \*  
\*

La Banque a appris avec un profond regret le décès du Dr Donato Menichella, le 23 juillet 1984, de M. M.J. Babington Smith, le 26 octobre 1984, et de M. Olivier Wormser, le 16 avril 1985. Le Dr Menichella avait été membre du Conseil d'administration d'août 1948 à décembre 1974. Pendant les douze premières années, il avait été administrateur d'office, en sa qualité de Gouverneur de la Banque d'Italie; durant les quatorze dernières années, il avait été administrateur, conformément à l'article 27(2) des Statuts. M. Babington Smith avait été membre du Conseil d'administration, conformément à l'article 27(2) des Statuts, d'avril 1965 à février 1974. M. Wormser avait été administrateur d'office d'avril 1969 à juin 1974, en sa qualité de Gouverneur de la Banque de France.

## CONCLUSION

L'objectif prioritaire des responsables de la politique économique des pays industrialisés du monde occidental est clair et net: maintenir l'élan de la reprise. C'est la condition indispensable pour pouvoir résoudre la plupart des autres problèmes qui se posent à la fois dans leur propre économie et au niveau de l'économie mondiale en général. Les principales difficultés qui pourraient entraver la réalisation de cet objectif ne sont pas non plus vraiment sujettes à controverse. Dans la situation actuelle, parvenir à une croissance durable implique qu'on se préoccupe spécialement de deux domaines critiques. D'un côté, il convient d'éviter de s'engager dans la voie de politiques susceptibles de raviver l'inflation; en termes plus positifs, les autorités devront s'employer à réaliser de nouveaux progrès sur le front de l'inflation. D'un autre côté, il faut reconnaître qu'une croissance soutenable ne peut s'appuyer sur une structure insoutenable des paiements extérieurs et des taux de change; là aussi, en termes plus positifs, des mesures devront être prises pour résorber de manière ordonnée le déséquilibre extérieur des Etats-Unis. Ces deux conditions préalables d'une croissance durable ne sont pas faciles à satisfaire. Il n'est donc pas étonnant que des divergences se manifestent dès qu'il s'agit de formuler des propositions spécifiques quant aux pays et aux politiques qui devraient entrer en ligne de compte pour réaliser l'objectif que tout le monde s'accorde à reconnaître comme prioritaire.

L'un des points fondamentaux de désaccord concerne la contribution que les Etats-Unis eux-mêmes pourraient apporter à un ajustement sans heurts de leur position extérieure, par l'adoption, en particulier, de mesures susceptibles de ramener graduellement le dollar à un niveau plus approprié. Outre le rôle éventuel des interventions sur les marchés des changes, qui est examiné par la suite, la controverse porte sur deux points d'analyse. Les écarts de taux d'intérêt en faveur du dollar ont-ils une responsabilité majeure dans l'appréciation et le niveau élevé de la monnaie américaine? Doit-on attribuer la hauteur des taux d'intérêt américains au dosage des politiques, c'est-à-dire à la combinaison d'un déficit budgétaire «structurel» croissant et d'une politique monétaire «non accommodante»?

Le présent Rapport répond par l'affirmative à ces deux questions. Il reconnaît, en même temps, que la valeur du dollar a fort bien pu être influencée aussi par d'autres facteurs, tels que le rétablissement de la confiance dans l'avenir de l'économie américaine, les incertitudes entourant les perspectives économiques ou politiques dans d'autres parties du monde et les ajustements de portefeuille opérés dans le sillage de la libéralisation des marchés financiers dans des pays comme le Japon. Il n'exclut pas non plus la possibilité que, en plus de l'influence budgétaire, d'autres facteurs internes – déductibilité fiscale généralisée des charges d'intérêts, amélioration des perspectives de rentabilité, et peut-être persistance d'anticipations inflationnistes – aient pu contribuer à maintenir les taux d'intérêt à des niveaux élevés aux Etats-Unis. Ces éventualités ne doivent

pas cependant être exclusives de l'explication principale. Il s'agit de l'importance relative de ces facteurs et non pas d'explications s'excluant mutuellement.

C'est pour deux raisons principales que l'on peut attribuer à l'écart de taux d'intérêt le rôle dominant dans la vigueur du dollar. L'une est l'acceptation, a priori, d'une proposition économique évidente, à savoir que la rémunération d'un actif influe sur sa demande, en particulier lorsque les agents économiques estiment que la qualité de l'actif en question est aussi bonne, voire meilleure, que celle d'autres formes de placement. L'autre raison tient à l'observation statistique. Les statistiques de la balance des paiements des Etats-Unis montrent que les flux bancaires et les autres flux financiers hautement sensibles à l'évolution des taux d'intérêt prédominent dans les entrées de capitaux aux Etats-Unis. Elles ne confirment guère la thèse selon laquelle les capitaux se seraient dirigés vers les Etats-Unis en raison, principalement, de l'attraction exercée par les taux de rentabilité plus élevés des entreprises: le montant net identifié des investissements directs ou des acquisitions d'actions n'a pas joué un grand rôle dans les entrées de capitaux aux Etats-Unis. De même, les statistiques relatives aux bénéfices des entreprises n'indiquent pas non plus que, d'une manière générale, les taux de profit se sont accrus à un rythme beaucoup plus rapide aux Etats-Unis ni qu'ils ont atteint des niveaux sensiblement plus élevés que dans certains autres grands pays industrialisés.

Cela ne signifie pas pour autant qu'il faille s'attendre à trouver une corrélation étroite et invariable entre le niveau, ou le taux de variation, de la valeur du dollar, d'une part, et le niveau, ou le taux de variation, des écarts de taux d'intérêt, d'autre part. A certaines périodes, assurément, les anticipations de taux de change finissent par s'entretenir d'elles-mêmes, se dissociant des données réelles, y compris des niveaux ou des variations des taux d'intérêt. Ce phénomène a le plus de chances d'intervenir au terme d'une longue période d'appréciation ou de dépréciation des taux de change. L'histoire économique abonde d'exemples de prix d'actifs qui ont connu une évolution autonome, c'est-à-dire qui ont enregistré des fluctuations vers le haut ou vers le bas, pour s'établir à des niveaux que ne justifiaient pas les données de fond de l'économie; c'est ce qui se produit généralement à l'issue d'une hausse ou d'une baisse prolongée, engendrée par une réévaluation totalement justifiée, à l'origine, des perspectives de rendement. Un phénomène spéculatif de ce genre s'est développé pendant les mois d'hiver 1984-85, lorsque le dollar a poursuivi son ascension, en dépit du rétrécissement, en particulier, de l'écart de taux d'intérêt à court terme par rapport au deutsche mark. Pourtant, malgré ce rétrécissement, l'écart *est* resté important — et même très élevé dans le compartiment à long terme du marché, de sorte que le cours de change du dollar n'a cessé d'être fortement soutenu par ce facteur.

Pour plusieurs raisons également, il convient d'attacher une grande importance au rôle que la politique budgétaire américaine joue dans le maintien des taux d'intérêt à long terme à un niveau élevé aux Etats-Unis. En effet, si les autorités monétaires se sont efforcées — à juste titre — de poursuivre une politique n'accompagnant pas la demande globale de crédit et, partant, les besoins

d'emprunt du secteur public, on ne saurait affirmer pour autant que la politique monétaire ait été fortement restrictive dans la pratique. Les taux tendanciels de croissance des divers agrégats monétaires n'ont pas été spécialement bas; et les taux d'intérêt (nominaux) à court terme sont maintenant revenus à leur niveau de l'été 1978. D'un autre côté, l'élément structurel du déficit budgétaire américain s'est accru à un rythme très rapide au cours des trois dernières années, au point que son expansion a compensé, et au-delà, le recul naturel prononcé de l'élément conjoncturel. En même temps, la demande de crédit du secteur privé s'est raffermie sans qu'il y ait eu amélioration correspondante du taux d'épargne des entreprises et des ménages, de sorte que l'accroissement du déficit budgétaire a été pratiquement identique à l'augmentation du déficit des paiements courants, c'est-à-dire, à celle des entrées nettes de capitaux. En outre — et c'est peut-être l'argument le plus décisif — sauf modifications radicales des programmes de dépenses ou de la fiscalité, ou des deux, non seulement l'élément structurel du déficit budgétaire américain va se maintenir, mais encore il est appelé à s'aggraver au cours des années à venir. Et, comme les paiements d'intérêts nets des Etats-Unis à l'étranger s'accroissent inexorablement, le spectre d'un déficit structurel de la balance des paiements se profile à l'horizon. Ces effets d'anticipation peuvent fort bien expliquer par eux-mêmes pourquoi les taux d'intérêt à long terme demeurent si obstinément élevés, en dépit des résultats impressionnants obtenus dans la lutte contre l'inflation.

Ce raisonnement conduit à conclure que la résorption ordonnée du déséquilibre des comptes extérieurs des Etats-Unis passe avant tout par une inflexion sensible de la politique budgétaire américaine, autrement dit par l'adoption d'un ensemble de mesures destinées à ramener progressivement le budget des Etats-Unis à l'équilibre structurel. Il n'est évidemment pas possible de réduire immédiatement et radicalement ce déficit. Une telle compression n'est d'ailleurs pas souhaitable non plus, car l'économie américaine risquerait fort de s'acheminer vers une récession prématurée. Ce qui importe, en revanche, c'est que, très rapidement, gouvernement et Congrès parviennent à un accord crédible sur des mesures incisives, comportant nécessairement une première réduction significative du déficit, mais dont les effets seraient étalés dans le temps. Comme les marchés des capitaux sont de plus en plus dominés par les anticipations, aux Etats-Unis en particulier, on peut raisonnablement espérer que la baisse des taux d'intérêt, notamment dans le compartiment à long terme du marché, provoquée par l'annonce d'un tel accord, l'emporte dans l'immédiat sur l'effet de freinage que peut exercer la compression du déficit sur l'activité économique. On peut également espérer, pour le plus long terme, voir se concrétiser davantage l'éventualité d'un scénario d'atterrissage en douceur. Un tel scénario comporterait un ralentissement modéré de la croissance américaine, un repli additionnel prononcé du loyer de l'argent et de la valeur externe du dollar ainsi qu'une substitution de la demande extérieure à la dépense intérieure.

Mais qu'en est-il au sujet de la contribution des autres pays industrialisés à une croissance durable? C'est le second domaine qui est loin de faire l'unanimité, malgré peut-être une certaine convergence d'idées.

Tout d'abord, le point de départ de l'analyse ne suscite pas vraiment de désaccord. Pour que la croissance globale des pays industriels puisse se maintenir durablement aux alentours d'un taux de 3-3½% (par rapport au rythme exceptionnel et insoutenable de 5% réalisé en 1984), il faudrait que l'atterrissage en douceur de l'économie américaine s'accompagne d'une certaine accélération du rythme d'expansion de la dépense intérieure dans les autres économies industrialisées. Faute d'une telle accélération, l'allègement du déficit de la balance des paiements courants des Etats-Unis — sans parler d'un retour à l'équilibre — entraînerait nécessairement un essoufflement de la croissance non seulement aux Etats-Unis, mais aussi dans les autres pays industriels. Pour transformer l'accroissement potentiel des exportations américaines en accroissement effectif, il faut que quelque part dans le monde la demande de produits américains se développe.

Pour y parvenir, on semble généralement s'accorder sur la nécessité de contenir, voire d'inverser, le courant protectionniste qui affecte le monde industrialisé. Il s'agit là d'un objectif qui demeure valable en toute circonstance, mais dont la réalisation pourrait se révéler capitale dans la situation actuelle, puisque la persistance de la croissance dépend aussi d'une restructuration profonde du commerce mondial. Comment cette mutation pourrait-elle s'opérer si les modifications des échanges internationaux, que devraient induire des mouvements appropriés des taux de change, étaient en fait contrecarrées par des obstacles administratifs ou autres aux importations? En termes plus précis, comment la balance des paiements courants des Etats-Unis pourrait-elle s'acheminer vers un équilibre raisonnable sans risquer de freiner dangereusement le commerce mondial si, pour ne citer que cet exemple, l'excédent des opérations courantes du Japon ne pouvait être réduit au travers d'un accroissement sensible des importations dans ce pays? Ce résultat pourrait-il être obtenu par la seule dépréciation du dollar à l'égard du yen?

Enfin, un certain consensus semble se dégager sur la nécessité, pour l'Europe occidentale, d'éliminer, ou de continuer à éliminer, les inhibitions fiscales, les obstacles juridiques et les empiètements de tout genre de l'Etat et des administrations, qui empêchent un véritable renouveau de l'activité d'investissement, même dans un environnement qui, en termes de rentabilité, est devenu nettement plus propice à la formation de capital.

En revanche, les avis sont très partagés sur la question de savoir si trois grands pays — Japon, Allemagne et Royaume-Uni — dont le déficit structurel du secteur public a été ramené à un niveau peu élevé, voire à zéro, ne devraient pas adopter une politique de relance par la voie budgétaire. Pour certains, compte tenu des succès obtenus par ces pays dans la maîtrise du déficit du secteur public et de l'inflation (en particulier, sur ce dernier plan, en Allemagne et au Japon), un allègement dans l'immédiat de la fiscalité serait non seulement tout à fait compatible avec l'équilibre interne de ces pays mais aussi souhaitable, en raison de son incidence directe sur la dépense intérieure et la demande d'importations. Les gouvernements de ces trois pays ont jusqu'à présent refusé de s'engager dans cette voie, et ce, pour quatre raisons principales.

Premièrement, des doutes sont exprimés quant au concept même de chômage conjoncturel, dès lors que les autorités sont convaincues que le chômage est en grande partie un phénomène structurel, imputable à la dimension excessive du secteur public, au niveau élevé des salaires réels et aux rigidités du marché. Quelle valeur peut-on accorder, dans ces conditions, à la notion d'équilibre budgétaire de plein emploi? Deuxièmement, on fait valoir qu'à partir du moment où un déficit est recréé ou accru — ne serait-ce que par le biais d'un allègement de la fiscalité — il devient très difficile d'en retrouver la maîtrise, si la nécessité vient à s'en faire sentir ultérieurement. Le processus politique est tel que la politique budgétaire est nécessairement asymétrique quant à la rapidité et la facilité avec lesquelles elle est conduite. La réduction d'un déficit est toujours une entreprise plus lente et plus douloureuse, et par conséquent plus incertaine, que l'opération inverse. Les praticiens de la politique économique qui défendent ce point de vue s'appuient sur les faits constatés dans le passé dans presque tous les pays, et en particulier sur ceux qui ont tout récemment confirmé leurs craintes, à savoir les difficultés rencontrées par les Etats-Unis eux-mêmes dans leurs efforts de compression du déficit. Troisièmement, il est fait observer que les agents économiques sont tout à fait conscients de cette asymétrie. Ils seront donc enclins à penser que toute politique de création délibérée d'un déficit produit nécessairement, à terme, des effets inflationnistes, étant donné surtout qu'elle devra tôt ou tard être financée par une politique de création monétaire.

Le quatrième argument se réfère à la contrainte extérieure et se fonde sur les expériences de nombreux pays et, plus récemment, celles de la France en 1981-82 et de l'Allemagne en 1979-80. L'adoption de mesures budgétaires visant à accélérer l'expansion interne entraîne une détérioration de la balance des paiements courants et risque fort d'affecter la valeur externe de la monnaie du pays en cause. Il est, bien entendu, admis que la modification du solde des paiements courants constitue précisément l'un des objectifs à atteindre, mais l'argument relatif à la contrainte extérieure va plus loin. On estime, en effet, hautement improbable que l'influence compensatrice des flux de capitaux spontanés puisse neutraliser la pression exercée sur le taux de change par la détérioration de la balance des transactions courantes, d'où les craintes d'une dépréciation de la monnaie. De même, si ces apports spontanés ne se produisent pas ou s'ils sont insuffisants, les pressions à la hausse sur les taux d'intérêt internes, du fait de l'aggravation du déficit budgétaire, ne seront pas tempérées par le financement extérieur, ce qui réduira l'incitation des entreprises à développer leurs investissements. En d'autres termes, l'expérience actuelle des Etats-Unis n'est tout simplement pas «exportable»; aucun gouvernement hors des Etats-Unis ne pourra appliquer sans risque une politique de relance budgétaire en partant de l'hypothèse qu'elle attirera durablement des financements extérieurs spontanés. C'est là un autre exemple, géographique cette fois, d'une asymétrie marquée de la politique économique.

Il s'agit là de puissants arguments qui montrent combien il est difficile d'essayer de coordonner les politiques à l'échelle mondiale. Le fait de reconnaître leur valeur ne doit cependant pas conduire à un pessimisme excessif sur les perspectives d'évolution de l'économie mondiale. Vouloir pratiquer un

réglage fin conjoncturel au niveau international est aussi risqué, et donc aussi susceptible d'aller à l'encontre du but recherché, que de l'entreprendre sur le plan intérieur. Il est impossible de dire avec précision à quel moment et avec quelle intensité l'économie américaine réagira à la mise en œuvre d'une politique de réduction du déficit, telle que la recommande le présent Rapport. Les arguments en faveur d'une cohésion des politiques internationales sont irréfutables; il pourrait toutefois s'avérer dangereux de proposer, pour certains grands pays, en contrepartie d'un processus long et encore incertain d'assainissement budgétaire aux Etats-Unis, l'adoption de politiques budgétaires expansionnistes destinées à produire leurs effets à brève échéance.

Cela ne veut pas dire pour autant qu'il faille faire abstraction de la dimension internationale des politiques internes, ni même, dans certains cas, lui dénier une importance prioritaire. Les réserves émises au sujet du réglage fin conjoncturel visent simplement à préciser que les politiques nationales ont les meilleures chances d'être efficaces quand elles sont conçues dans une perspective à moyen ou à long terme, sauf en cas de crise financière imminente. Il en va de même pour une politique internationale coordonnée dont l'horizon devrait également se situer à cette échéance. De ce point de vue, l'adoption de mesures propres à réduire à terme le déficit budgétaire structurel des Etats-Unis demeure un objectif prioritaire, tant pour des raisons internes que pour assurer un meilleur équilibre de l'économie mondiale. Dans le même temps, pour améliorer leurs perspectives de croissance, et donc pour soutenir l'économie mondiale, les pays européens ont tout intérêt à intensifier, voire à radicaliser, leurs efforts d'élimination des rigidités structurelles: cela devra se faire nécessairement au prix de nouvelles compressions des dépenses du secteur public. L'allègement de la charge fiscale devra s'opérer au même rythme que les progrès accomplis dans cette direction au lieu d'être entrepris longtemps à l'avance.

Quel type d'action pourrait être menée dans le domaine monétaire ou, d'une manière plus générale, par les autorités monétaires pour épauler de telles stratégies à moyen terme?

En tout premier lieu, il importe de poursuivre, sur le plan interne, les politiques monétaires de lutte contre l'inflation. Pour les pays à monnaie flottante, il s'agit de fixer des objectifs monétaires compatibles avec une croissance réelle durable, et en partant de l'hypothèse d'un ralentissement progressif de la hausse des prix. Pour les autres, en particulier pour les plus petits pays du Système monétaire européen, le taux de change pourrait constituer l'objectif direct, ou du moins l'élément contraignant de la politique.

Ces propositions, qui recueillent à présent une adhésion (presque) générale, appellent toutefois deux réserves. La première est motivée par la diffusion de l'innovation financière et l'effacement des lignes de démarcation entre instruments et institutions. La politique d'objectifs ne s'en trouve pas facilitée, que ce soit sur le plan de sa formulation ou sur celui de sa réalisation. Vouloir à tout prix atteindre des objectifs monétaires hebdomadaires, mensuels, voire trimestriels, définis une fois pour toutes est devenu un exercice encore moins réaliste que dans le passé. Ce serait cependant une erreur d'y renoncer purement

et simplement. Ce qui demeure beaucoup plus valable, c'est de replacer la politique d'objectifs dans une perspective à plus long terme, en se réservant la possibilité de modifier l'objectif de manière discrétionnaire chaque fois que le commande l'évolution de l'environnement institutionnel ou économique. Une conduite totalement discrétionnaire de la politique monétaire n'est d'aucun secours — pour ne pas dire plus — pour dissiper les incertitudes ou apaiser les anticipations inflationnistes. Des normes doivent être fixées, que ce soit sous la forme d'un objectif de masse monétaire ou de taux de change, pour offrir un point d'ancrage aux anticipations débridées des agents économiques, rendre les autorités monétaires responsables de leurs actes, y compris de leurs décisions de s'écarter d'objectifs préétablis, et leur donner du poids dans leur dialogue avec les gouvernements et les parlements.

L'autre réserve concerne les espoirs que l'on peut placer dans l'efficacité de la politique monétaire à l'égard de l'inflation. Ces dernières années, le Rapport annuel n'a cessé de soutenir que, si une politique monétaire, du genre de celle qui est préconisée ici, est une condition essentielle du succès de la lutte contre la hausse des prix, elle ne saurait cependant être considérée comme suffisante. Pour réduire au minimum le risque de voir la décélération du rythme d'expansion monétaire peser davantage sur la croissance réelle que sur les prix, il convient de conférer de manière symétrique une plus grande souplesse et une plus grande capacité d'adaptation au processus de formation des prix et des salaires. L'une des solutions pourrait consister à lier, du moins en partie, l'évolution des rémunérations à la rentabilité des entreprises, sur le modèle, par exemple, du système de primes et de rétribution des heures supplémentaires en vigueur au Japon, où les fluctuations des revenus du travail sont allées de pair avec une relative sécurité de l'emploi. Ce système explique peut-être pourquoi le Japon est mieux parvenu que les autres pays industrialisés à assurer à la fois un bon niveau de l'emploi et une quasi-stabilité des prix. Ce n'est qu'en s'écartant radicalement des pratiques actuelles que les salaires pourront se former selon les conditions du marché et le chômage se résorber progressivement. Les résultats relativement satisfaisants obtenus sur le front de l'inflation ne devraient pas faire oublier la nécessité impérieuse de modifier sensiblement le processus de fixation des prix et des salaires.

Une deuxième responsabilité incombant aux autorités monétaires, qui, dans certains pays, devrait être assumée en collaboration avec d'autres organismes officiels, est de préserver la stabilité de leur système financier. Une politique d'objectifs monétaires, appliquée avec pragmatisme, peut s'avérer utile à cet égard, précisément parce qu'elle confère au cadre macro-économique une stabilité supplémentaire et qu'elle s'attaque aux déséquilibres inflationnistes, qui sont l'une des principales causes d'instabilité financière. Les autorités monétaires devraient également venir en aide aux marchés, en leur fournissant, comme elles l'ont toujours fait par le passé, des liquidités en période de tensions financières. Cependant, les circonstances actuelles requièrent également d'autres initiatives. Tout d'abord, il importe de bien maîtriser le processus complexe d'innovation, de déspecialisation et de déréglementation pour qu'il s'effectue de manière ordonnée et équilibrée sans risquer d'exposer des catégories entières

d'intermédiaires financiers à des chocs brutaux. Une deuxième nécessité est de préserver, ou de restaurer, la transparence des marchés et des opérations des diverses institutions, en mettant à la disposition de toutes les parties intéressées une information de meilleure qualité sur les modifications structurelles de l'intermédiation financière et les nouveaux risques qu'elle comporte. Le troisième impératif est d'adapter le cadre de la surveillance bancaire à cet environnement éminemment innovateur et plus concurrentiel. Il faut, enfin, coordonner tous ces efforts à l'échelle internationale, en raison du degré élevé d'intégration financière auquel le monde est actuellement parvenu. Malgré les progrès enregistrés dans toutes ces directions, il convient de ne pas sous-estimer l'ampleur de la tâche qui reste à accomplir.

Un troisième domaine dans lequel les autorités monétaires peuvent apporter un certain soutien aux politiques de stabilisation à moyen terme est celui des interventions sur le marché des changes — l'accent étant toutefois mis autant sur *certain* que sur *soutien*. Les interventions sur le marché des changes, même lorsqu'elles revêtent un caractère massif, n'ont guère de chances en soi d'influer durablement sur l'évolution ou le niveau des taux de change. Elles peuvent cependant s'avérer utiles dans deux cas. D'abord, lorsqu'elles interviennent en complément d'un changement d'orientation des politiques internes, auquel cas leur effet d'annonce peut fort bien épauler ou accélérer le mouvement de taux de change induit par ce changement. Il s'agit là de la thèse, bien connue, des autorités qui «joignent le geste à la parole». Ensuite, les interventions peuvent avoir un effet extrêmement salutaire chaque fois que le marché des changes vient à connaître une vague de spéculation manifestement à sens unique où la contrespéculation ne joue simplement plus aucun rôle. Si les interventions sont d'une grande ampleur, si elles sont bien coordonnées à l'échelle internationale et, en particulier, si elles sont pratiquées au bon moment, elles peuvent, dans des circonstances exceptionnelles comme celles-là, rappeler avec force aux agents économiques que les fluctuations des taux de change peuvent très bien aller dans les deux sens. Il peut en résulter un meilleur équilibre dans le fonctionnement du marché et l'arrêt d'un mouvement de hausse spéculative qui aurait pu autrement durer des semaines et des mois, même s'il doit s'ensuivre un accroissement temporaire de l'instabilité au jour le jour des taux de change.

Cela étant dit, il faut admettre que, si les idées émises dans ce Rapport sur la manière d'aborder les problèmes qui se posent sur les marchés des changes peuvent paraître à certains trop optimistes par rapport à l'efficacité escomptée, elles revêtent en réalité un caractère assez modeste. Elles se limitent, en définitive, à suggérer qu'un meilleur équilibre des politiques internes pourrait, le moment venu, ramener le dollar à un niveau plus soutenable et que, parallèlement, les interventions sur les marchés pourraient tempérer certains mouvements spéculatifs excessifs des taux de change. Néanmoins, même si l'on obtenait des résultats probants à cet égard, certaines questions fondamentales demeureraient malgré tout sans réponse. Doit-on s'accommoder de variations excessives à moyen terme des taux de change réels, dont l'appréciation du dollar quatre années durant n'a été qu'un exemple? Doit-on continuer à tolérer une instabilité des taux de change à court terme, qui a atteint, ces derniers mois, une

ampleur sans précédent? Ces phénomènes sont-ils les conséquences inévitables d'un monde financièrement intégré dans lequel les transactions sur les marchés sont dominées par des anticipations nées de la succession rapide d'informations nouvelles? Si ce n'est pas le cas, que peut-on faire? Ce sont là de graves questions, sur lesquelles les avis divergent, et auxquelles ce Rapport s'est abstenu, délibérément, de fournir une réponse. En effet, tant que des déséquilibres aussi importants subsistent dans la configuration des paiements extérieurs et des taux de change au sein du monde industrialisé occidental, il est difficile de dire dans quelle mesure les deux phénomènes évoqués ci-dessus doivent être attribués uniquement à ces déséquilibres et à l'orientation des politiques qui les soutiennent, ou dans quelle mesure ils sont imputables à des causes plus «systémiques». Il n'est pas exclu cependant que les événements imposent, tôt ou tard, un examen plus approfondi de ces questions.

A. LAMFALUSSY  
Directeur Général

**BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES**  
**AU 31 MARS 1985**

## ACTIF

**BILAN AU**

(Avant et après répartition)

	<u>Francs or</u>
<b>Or</b> ... ..	5.021.369.537
<b>Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue</b> ... ..	5.197.514
<b>Bons du Trésor</b> ... ..	452.493.140
<b>Dépôts à terme et avances</b>	
Or	
A 3 mois au maximum ... ..	76.952.092
Monnaies	
A 3 mois au maximum ... ..	12.492.512.127
A plus de 3 mois ... ..	<u>2.101.729.108</u>
	14.671.193.327
<b>Titres à terme</b>	
A 3 mois au maximum ... ..	1.507.820.330
A plus de 3 mois ... ..	<u>1.177.337.618</u>
	2.685.157.948
<b>Divers</b> ... ..	16.505.915
<b>Terrain, immeubles et installations</b> ... ..	<u>1</u>
	<u>22.851.917.382</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 (équivalent 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 1985, l'or à livrer contre monnaies au titre des opérations à terme s'élevait à 44.328.840 francs or.

**31 MARS 1985**

du bénéfice net de l'exercice)

**PASSIF**

		<u>Avant répartition</u>	<u>Après répartition</u>
		<u>Francs or</u>	<u>Francs or</u>
<b>Capital</b>			
Autorisé: 600.000 actions de 2.500 francs or chacune	<u>1.500.000.000</u>		
Emis: 473.125 actions ... ..	<u>1.182.812.500</u>		
libérées de 25% ... ..		295.703.125	295.703.125
<b>Réserves</b>			
Fonds de réserve légale ... ..	30.070.313		30.070.313
Fonds de réserve générale ... ..	477.552.793		499.552.793
Fonds spécial de réserve de dividendes ... ..	21.530.055		21.530.055
Fonds de réserve libre ... ..	<u>263.330.236</u>		<u>296.330.236</u>
		792.483.397	847.483.397
<b>Dépôts (or)</b>			
<b>Banques centrales</b>			
A vue ... ..	4.287.183.741		
A 3 mois au maximum ... ..	78.054.164		
<b>Autres déposants</b>			
A vue ... ..	<u>26.607.280</u>		
		4.391.845.185	4.391.845.185
<b>Dépôts (monnaies)</b>			
<b>Banques centrales</b>			
A vue ... ..	300.041.221		
A 3 mois au maximum ... ..	15.064.953.975		
A plus de 3 mois ... ..	1.373.455.406		
<b>Autres déposants</b>			
A vue ... ..	11.325.356		
A 3 mois au maximum ... ..	172.983.884		
A plus de 3 mois ... ..	<u>7.753.056</u>		
		16.930.512.898	16.930.512.898
<b>Divers</b> ... ..		373.006.144	373.006.144
<b>Compte de profits et pertes</b> ... ..		68.366.633	—
<b>Dividende payable le 1er juillet 1985</b> ... ..		—	13.366.633
		<u>22.851.917.382</u>	<u>22.851.917.382</u>

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

A notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que les notes y relatives, donnent, sur la base décrite dans la note 1, une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1985 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 7 mai 1985

PRICE WATERHOUSE &amp; CO.

## COMPTE DE PROFITS ET PERTES pour l'exercice social clos le 31 mars 1985

	<u>Francs or</u>
Revenu net provenant des intérêts et autres ressources ... ..	85.346.777
 <b>Moins: Frais d'administration:</b>	
Conseil d'administration ... ..	209.096
Direction et personnel ... ..	10.336.054
Frais de bureau et divers ... ..	<u>3.595.193</u>
	<b>14.140.343</b>
Excédent net d'exploitation ... ..	71.206.434
 <b>Moins: Montant transféré à la Provision pour frais d'administration exceptionnels ... ..</b>	
	<u>2.839.801</u>
Bénéfice net de l'exercice social clos le 31 mars 1985 ... ..	68.366.633
 <b>Le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale ordinaire de répartir le bénéfice net comme suit, en application de l'article 51 des Statuts:</b>	
Dividende: 145 francs suisses par action sur 473.125 actions ... ..	13.366.633
	<u>55.000.000</u>
Transfert au Fonds de réserve générale ... ..	22.000.000
	<u>33.000.000</u>
Transfert au Fonds de réserve libre ... ..	33.000.000
	<u>                  </u>
	<u>                  </u>

## ÉVOLUTION DES RÉSERVES DE LA BANQUE au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1985

en francs or

### I. Evolution des Fonds de réserve par suite des affectations au titre de l'exercice 1984-85

	<u>Fonds de réserve légale</u>	<u>Fonds de réserve générale</u>	<u>Fonds spécial de réserve de dividendes</u>	<u>Fonds de réserve libre</u>
Soldes au 1er avril 1984, après répartition du bénéfice net de l'exercice 1983-84 ... ..	30.070.313	477.552.793	21.530.055	263.330.236
A ajouter: Affectations au titre de l'exercice 1984-85 ...	—	22.000.000	—	33.000.000
Soldes au 31 mars 1985 tels qu'ils apparaissent au bilan	<u>30.070.313</u>	<u>499.552.793</u>	<u>21.530.055</u>	<u>296.330.236</u>

### II. Capital libéré et Fonds de réserve au 31 mars 1985 (après répartition) représentés par des

	<u>Capital libéré</u>	<u>Réserves</u>	<u>Total</u>
Avoir nets en			
Or ... ..	295.703.125	366.444.479	662.147.604
Monnaies ... ..	—	481.038.918	481.038.918
	<u>295.703.125</u>	<u>847.483.397</u>	<u>1.143.186.522</u>

## CONSEIL D'ADMINISTRATION

Jean Godeaux, Bruxelles	Président du Conseil d'administration, Président de la Banque
Bernard Clappier, Paris	Vice-Président
Prof. Paolo Baffi, Rome	
Michel Camdessus, Paris	
Dr Carlo Azeglio Ciampi, Rome	
Bengt Dennis, Stockholm	
Dr W. F. Duisenberg, Amsterdam	
Pierre Languetin, Zurich	
Robert Leigh-Pemberton, Londres	
Karl Otto Pöhl, Francfort-sur-le-Main	
The Rt.Hon. Lord Richardson of Duntisbourne, Londres	
Dr Johann Schöllhorn, Kiel	
Baron de Strycker, Bruxelles	

### Suppléants

Dr Lamberto Dini, Rome, ou
Dr Rainer Masera, Rome
Dr Leonhard Gleske, Francfort-sur-le-Main
Georges Janson, Bruxelles
A.D. Loehnis, Londres, ou
M.J. Balfour, Londres
Jacques Waitzenegger, Paris, ou
Francis Cappanera, Paris

### DIRECTION

Alexandre Lamfalussy	Directeur Général
R.T.P. Hall	Directeur Général Adjoint
Dr Giampietro Morelli	Secrétaire Général, Chef de Département
Rémi Gros	Chef du Département Bancaire
Dr Horst Bockelmann	Conseiller Economique, Chef du Département Monétaire et Economique
Maurice Toussaint	Directeur
Prof. Dr F.-E. Klein	Conseiller Juridique, Directeur
Dr Warren D. McClam	Directeur
M.G. Dealtry	Directeur

---

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