

SM/82/43
TRADUCTION

CE DOCUMENT CONTIENT DES
RENSEIGNEMENTS CONFIDENTIELS

FONDS MONETAIRE INTERNATIONAL

ESPAGNE

Rapport des services du Fonds sur les consultations 1981
au titre de l'article IV

Établi par les représentants des services du Fonds aux consultations
1981 au titre de l'article IV avec l'Espagne

Approuvé par MM. Brian Rose et Subimal Mookerjee

22 février 1982

I. Introduction

Une mission du Fonds composée de M. Brian Rose, Mme T. Ter-Minassian (Département Europe), de MM. M.S. Khan (Département des études), G. Kopits et E. Croce (Département Europe) et de Mlle I. Jones, secrétaire (Département Europe) a séjourné à Madrid du 1^{er} au 15 décembre dans le cadre des consultations au titre de l'article IV. Les représentants de l'Espagne comprenaient des fonctionnaires du Ministère de l'économie et du commerce, du Ministère des finances et de la Banque d'Espagne. Les membres de la mission se sont entretenus avec le Vice-président - affaires économiques - du Conseil, M. J.A. García Díez, de même qu'avec le Gouverneur de la Banque d'Espagne, M. J.R. Álvarez Rendueles. M. Ariel Buira, Administrateur pour l'Espagne, a assisté à quelques-unes de ces réunions en qualité d'observateur. L'Espagne continue à se prévaloir des dispositions transitoires mentionnées à la section 2 de l'article XIV des statuts du Fonds.

II. Compte rendu des entretiens

1 Informations économiques générales

Depuis 1975, l'économie espagnole souffre tout à la fois d'un niveau d'activité stationnaire, d'un chômage en augmentation rapide et d'un taux d'inflation persistant et relativement élevé. Depuis 1979, la balance des transactions courantes se solde à nouveau par un déficit sensible. Ces problèmes ont une origine complexe, qui touche à la fois aux conditions socio-politiques et aux conditions économiques, l'Espagne étant passée avec succès, mais non toujours aisément, par une phase de transition politique au cours de cette période.

Au moment du premier "choc pétrolier", l'économie espagnole était fortement tributaire des importations d'énergie; elle était aussi relativement démunie de ressources naturelles, avec un secteur agricole faible et une base industrielle insuffisamment diversifiée et insuffisamment développée sur le plan technique. En outre, la politique pratiquée à la suite de ce "choc" n'a pas été adaptée à la situation, les prix intérieurs de l'énergie n'ayant pas été relevés de façon à couvrir entièrement la hausse des prix extérieurs. Au moment où l'économie enregistrerait une dégradation très vive des termes de l'échange (équivalent à près de 4 % du PIB en 1974), les coûts salariaux réels subissaient une forte accélération sous l'effet de revendications syndicales auxquelles les employeurs ne pouvaient ou ne voulaient s'opposer. En outre, les salaires ont fortement augmenté dans le secteur public. Entre la fin de 1973 et la fin de 1978, les salaires réels par employé ont augmenté de près de 50 % dans l'industrie, taux presque deux fois plus élevé que celui de l'Italie, qui est arrivée au second rang des pays de l'OCDE, et très supérieur à l'augmentation de la productivité. Face à ce mouvement très sensible des prix relatifs, les entreprises ont réagi en réduisant progressivement l'expansion de leur production et de leur capacité de production, de même que celle de l'emploi. L'investissement fixe a baissé pendant cinq années consécutives entre 1975 et 1979 et le niveau de l'emploi a diminué de 6,5 % au cours de la même période.

Devant l'apparition de contraintes d'origine extérieure, les autorités ont entrepris en 1977 un effort de stabilisation comprenant un durcissement de la politique monétaire et une dévaluation sensible de la peseta. Ces mesures ont rendu possibles une amélioration appréciable de la balance des paiements et un fléchissement marqué du taux d'inflation en 1978. Le taux d'accroissement des salaires a lui aussi diminué, tout en restant relativement élevé par rapport aux autres pays. Le recul sur le plan de l'emploi, toutefois, s'est poursuivi à un rythme accéléré et le chômage a atteint 12,6 % de la population active en 1980. Outre l'accroissement des charges sociales, la baisse du niveau d'activité et de l'emploi a exercé de fortes pressions sur le budget, qui subissait déjà le contrecoup d'un effort marqué de redistribution des revenus au moyen d'une amélioration des prestations et avantages sociaux. Les besoins de financement croissants du secteur public ont encore alourdi la tâche incombant à la politique monétaire et ont donc empêché tout nouveau progrès significatif dans la lutte contre l'inflation.

L'amélioration de la position extérieure s'est révélée éphémère, l'économie ayant dû faire face à une deuxième augmentation des prix du pétrole qui est venue s'ajouter à une forte diminution de la compétitivité, due en grande partie à la hausse marquée de la peseta en 1978 et au premier semestre de 1979. La balance des transactions courantes, qui avait dégagé un excédent équivalent à 1,1 % du PIB en 1978, s'est fortement détériorée au second semestre de 1979 par suite d'un fléchissement des exportations et d'une forte poussée des importations survenue malgré la persistance d'une demande intérieure relativement stable.

2. Evolution récente

Le ralentissement de la hausse des coûts salariaux à la suite de l'effort de stabilisation de 1977-78 et la poursuite de la croissance de la productivité - qui a toutefois été obtenue essentiellement par le licenciement d'employés en surnombre - ont abouti à une légère amélioration des bénéfices des entreprises. Cette évolution a contribué en 1980 à une certaine reprise de l'investissement privé, mouvement soutenu également par le renforcement des dépenses d'équipement du secteur public. L'effort d'investissement a été particulièrement marqué dans le domaine de l'énergie, stimulé par une forte hausse des prix intérieurs de l'énergie, à partir de 1979. Le taux de croissance de la production est passé d'un peu plus de 0,5 % en 1979 à 1,5 %. Le ralentissement des coûts de main-d'oeuvre, conjugué à l'incidence favorable de récoltes exceptionnelles, a également contribué à stabiliser le taux d'inflation à hauteur de 15,5 % malgré une augmentation considérable des prix à l'importation.

En 1980, la position extérieure a souffert d'une forte détérioration des termes de l'échange et de l'effet à retardement de la dégradation de la position concurrentielle en 1978-79, qui ont abouti à l'apparition d'un déficit des transactions courantes équivalant à 5 milliards de dollars E.U. (2 % du PIB). La politique d'abaissement progressif du taux de change et jointe à la réduction continue du taux de croissance des coûts intérieurs ont, toutefois, permis de poser les bases d'une amélioration de la balance extérieure réelle en 1981, le volume des exportations ayant enregistré une forte reprise dans le courant de l'année tandis que les importations diminuaient 1/. La demande intérieure a fléchi pour la première fois, sous l'effet conjugué d'une baisse des revenus disponibles réels des ménages et d'un renversement de la tendance à constituer des stocks essentiellement spéculatifs qui avait été observée les deux années précédentes. Une politique de taux de change plus réaliste et un certain durcissement supplémentaire de la politique monétaire, notamment une forte majoration des taux d'intérêt réels, ont été les principales causes de la réduction des stocks.

La croissance relativement peu élevée de l'activité (le PIB aurait progressé de moins de 1 % en 1981 selon les estimations) s'est traduite par une réduction persistante du niveau de l'emploi et une nouvelle et considérable augmentation du chômage qui, en fin d'année, touchait près de 15 % de la population active. L'état du marché du travail a contribué de nouveau à un léger fléchissement des coûts de main-d'oeuvre et du taux d'inflation, qui est tombé à 14,5 % malgré une nouvelle remontée des prix à l'importation.

1/ Les estimations pour 1981 sont encore provisoires et sujettes à une marge d'erreur qui est particulièrement marquée dans le domaine du commerce extérieur du fait de problèmes techniques rencontrés dans l'établissement des déflateurs.

L'amélioration de la balance commerciale réelle a été annulée par la poursuite de la détérioration des termes de l'échange et par l'accroissement des charges d'intérêts relatives à la dette extérieure, facteurs ayant entraîné une nouvelle augmentation du déficit de la balance courante, qui a atteint près de 3 % du PIB. Ce déficit a été financé en grande partie par les entrées de capitaux à long terme, à la fois privés et publics. A la suite de pertes de réserves considérables au cours des tout premiers mois de l'année, la balance globale est devenue excédentaire au second semestre, conséquence, outre les facteurs saisonniers, de conditions monétaires intérieures relativement difficiles et d'une légère amélioration de la balance courante. Pour l'ensemble de l'année, il est estimé que les pertes de réserves sont inférieures à 1 milliard de dollars E.U. Pendant toute l'année, les autorités sont fréquemment intervenues pour régulariser la baisse de la peseta vis-à-vis du dollar E.U., et le taux de change effectif a baissé de plus de 11 % au cours de l'année (4,3 % en valeur réelle (Graphique 1)).

3. Politique économique

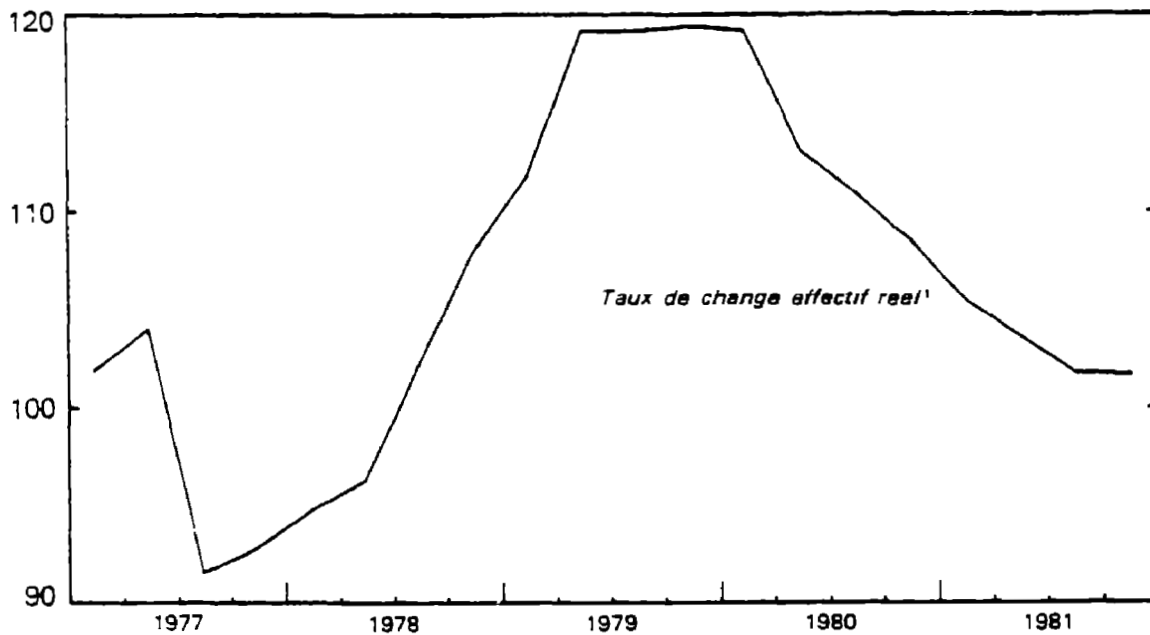
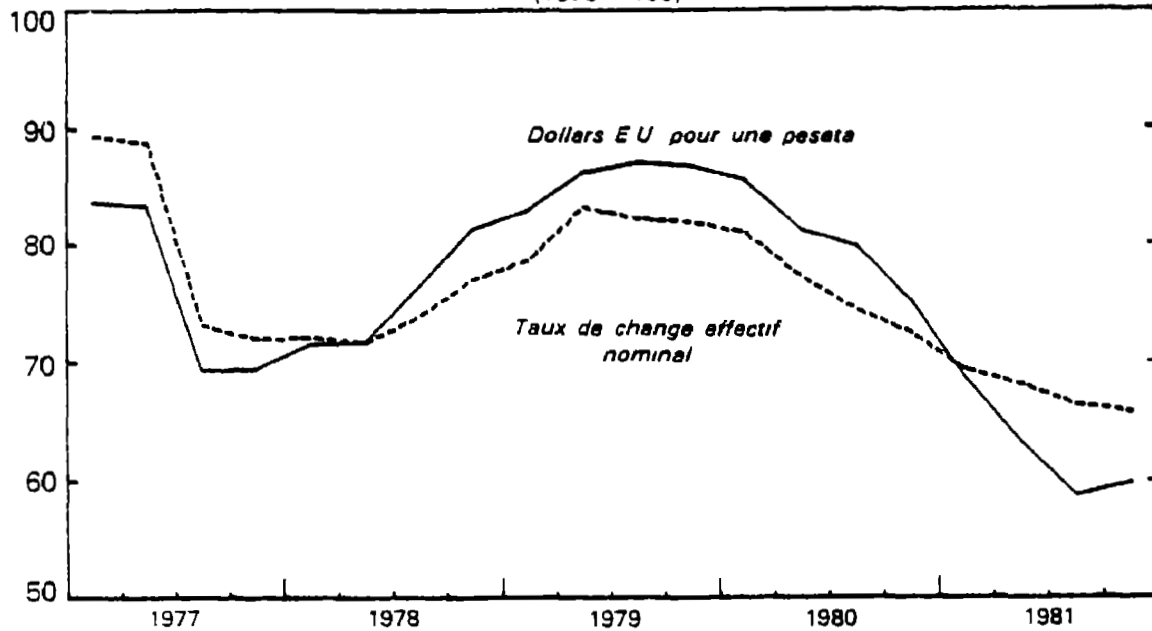
a. Stratégie globale pour 1982

Bien que les autorités espagnoles se rendent compte de la nécessité d'ajuster les comptes extérieurs et cherchent aussi à réduire le taux élevé d'inflation, leur principal objet de préoccupation est l'augmentation ininterrompue du chômage. Comme le renforcement des mesures traditionnelles de régulation de la demande destinées à réduire l'inflation aggraverait le problème déjà sérieux du manque d'emplois, les autorités ont modifié l'axe de leur politique, adoptant une stratégie sensiblement plus orientée sur l'offre. Conscient du fait que le taux d'accroissement excessivement élevé, bien qu'en baisse, des salaires réels au cours des dernières années est une des causes principales du fléchissement du niveau de l'emploi, le gouvernement est parvenu à un accord avec les partenaires sociaux sur une légère réduction des salaires réels (Acuerdo Nacional sobre el Empleo, ou ANE). Simultanément, le gouvernement a entrepris d'accélérer l'investissement public, réduit une part de la charge fiscale pesant sur les entreprises privées et accru les encouragements fiscaux à l'investissement, surtout dans les domaines liés à l'énergie. Ces différentes mesures devraient réduire à court terme le dilemme entre la croissance et l'inflation et, ce qui est plus important encore, favoriser une accélération des investissements privés à long terme.

Les représentants de l'Espagne ont souligné que si le gouvernement donnait la priorité à l'objectif fixé pour l'emploi, les progrès sur le front de l'inflation n'en demeureraient pas moins un but important de la politique économique. Dans l'accord tripartite susmentionné, l'objectif visé pour l'inflation en 1982 a été fixé à 12 % et les autorités élaborent actuellement une politique monétaire qui, renforcée par le ralentissement attendu des coûts intérieurs et des prix à l'importation, devrait atteindre ce but.

GRAPHIQUE 1
ESPAGNE
EVOLUTION DU TAUX DE CHANGE

(1975 = 100)



Source : Fonds monétaire international *Statistiques financières internationales*
¹ Prix (relatifs) à la consommation corrigés des variations de taux de change

La tendance à l'expansion des exportations en 1981, de même que l'arrêt de la dégradation, voire l'amélioration, des termes de l'échange prévu pour 1982 fournira, de l'avis des autorités espagnoles, une marge de manoeuvre précieuse pour augmenter modérément la demande intérieure sans risque du côté des contraintes extérieures. Les autorités sont toutefois conscientes que la reprise ne peut se poursuivre à long terme si elle n'est pas fondée sur une augmentation des investissements productifs et soutenue par une croissance continue des exportations. A cet égard, elles sont également conscientes du fait qu'il importe d'inverser la tendance défavorable de l'épargne du secteur public et de restructurer les dépenses publiques, de manière à accroître la part des investissements productifs.

b. Politique salariale et politique de l'emploi

Le principal élément de l'accord entre le gouvernement, les syndicats et le patronat (le premier qui ait été signé à la fois par des syndicats socialistes et communistes) est l'engagement pris par les partenaires sociaux de maintenir les augmentations salariales contractuelles en 1982 dans une fourchette de 9-11 %, sauf pour les entreprises en difficulté qui sont autorisées à accorder des augmentations plus réduites. Cet accord suppose un taux d'inflation de 12 % et contient une clause d'indexation sur les hausses de prix dépassant le niveau retenu. Cette réduction des salaires réels a pour principale contrepartie l'engagement pris par le gouvernement de promouvoir la création de 350 000 emplois, cette mesure, étant donné les pertes d'emplois prévues dans certains secteurs, est jugée nécessaire pour permettre au niveau de l'emploi salarié de retrouver d'ici la fin de 1982 son niveau de juin 1981.

La réalisation de cet objectif doit être facilitée en tout premier lieu par une augmentation du rythme des investissements publics, qui progresseront probablement de plus de 5 % en valeur réelle en 1982. La priorité pourrait être accordée aux projets susceptibles de créer un nombre relativement élevé d'emplois. Afin de stimuler la création d'emplois dans le secteur privé, l'accord prévoit la budgétisation de 90 % des cotisations sociales des entreprises embauchant des personnes précédemment au chômage et d'imposer une surtaxe sur les cotisations pour heures supplémentaires, mesure destinée à décourager le recours à ces dernières. L'accord prévoit aussi d'apporter certaines améliorations au régime d'indemnisation du chômage.

Les représentants de l'Espagne ont souligné que l'accord tripartite aurait probablement une incidence assez fortement positive sur les relations entre employeurs et employés et sur les perspectives relatives aux bénéfices et à l'inflation en 1982. Bien que certaines des mesures envisagées dans l'accord entraîneraient directement des charges considérables pour le budget du secteur public, celles-ci seraient en

dernier ressort compensées par l'incidence bénéfique qu'auraient sur le budget lui-même l'essor de l'activité et la stabilisation du taux de chômage. Leur optimisme en ce qui concerne la réalisation de l'objectif fixé pour l'emploi, toutefois, est tempéré par la reconnaissance du fait que, depuis la signature de l'accord en juin 1981, le nombre de travailleurs sans emploi a augmenté de 100.000 environ.

Evoquant les perspectives à long terme, les représentants de l'Espagne ont fait valoir que le coût de l'embauche et du licenciement des employés restait élevé, bien que la législation du travail eût été assouplie au cours des dernières années. Les perspectives à long terme pour l'emploi pourraient certainement être améliorées par des mesures permettant d'accroître effectivement la mobilité de la main-d'oeuvre, au détriment de certaines branches d'activité traditionnelle où une réduction des capacités s'impose (telles que la sidérurgie, la construction navale, l'industrie textile, etc.), et au profit de celles qui disposent d'un potentiel de développement plus considérable.

c. Politique budgétaire

Depuis le milieu des années 70, les finances publiques n'ont cessé de se détériorer. La progression des recettes fiscales (y compris les cotisations à la sécurité sociale) est relativement soutenue, la charge fiscale par rapport au PIB augmentant de plus de 5 % au cours de la période considérée, pour atteindre plus de 26 % en 1981, en partie du fait de l'incidence favorable de la réforme fiscale de 1978 qui comportait le remplacement des impôts cédulaires par un impôt unique sur le revenu des personnes physiques et qui avait été accompagnée d'améliorations importantes dans l'administration et le recouvrement des impôts. L'augmentation des dépenses, surtout celle des dépenses ordinaires, a toutefois dépassé de loin celle des recettes. Les principaux facteurs expliquant la croissance rapide des dépenses publiques sont l'effort déployé par les pouvoirs publics pour redistribuer les revenus au moyen d'un accroissement et d'une extension des prestations et avantages sociaux, la charge budgétaire de plus en plus lourde de l'indemnisation du chômage et les mesures prises en faveur de l'emploi à la fois dans le secteur public et le secteur privé. Du fait de cette évolution, le déficit global des administrations publiques est passé d'un niveau négligeable vers le milieu des années 70 au niveau estimé de 4,3 % du PIB sur la base des comptes nationaux et à 4,7 % du PIB sur la base encaissements-décaissements en 1981, soit près du double de ce qui avait été initialement projeté.

Dans sa forme initiale, le budget de 1982 exprime la volonté de réduire le déficit par rapport au PIB, tout en maintenant l'aide à l'emploi que le gouvernement s'était engagé à apporter dans le cadre de l'ANE. A cette fin, l'augmentation des rémunérations dans le secteur public a été

limitée à 9 % et un effort sera fait pour freiner l'accroissement des effectifs dans la fonction publique. En outre, les taux de certains impôts indirects ont été majorés, le relèvement des pensions de retraite a été fixé à 10 % et le droit à certaines prestations et avantages sociaux a été légèrement réduit. Outre les mesures envisagées par l'ANE, l'aide à l'emploi prendra la forme de concours aux branches d'activité en voie de restructuration, y compris la prise en charge par le budget de l'Etat des dettes précédentes du principal holding public (INI).

Le budget initial prévoit que le déficit global des administrations publiques se chiffrera en 1982 à 626 milliards de pesetas, soit 3,2 % du PIB sur la base des comptes nationaux. Les représentants de l'Espagne sont conscients du fait qu'il existe un sérieux risque de "dérapage" de certains postes de dépenses et que certaines recettes fiscales risquent fort d'être inférieures aux prévisions. Ils ont souligné que les estimations des recettes, de même que les projections concernant l'indemnisation du chômage, supposent que l'on atteigne l'objectif fixé pour l'emploi par l'ANE. Il est probable aussi que des crédits budgétaires supplémentaires seront nécessaires pour financer une aide additionnelle aux branches d'activité en difficulté, qui sera accordée pour partie en vertu d'engagements de restructuration sectorielle approuvés vers le milieu de 1981. Les autorités estiment que, dans l'ensemble, ces dépassements pourraient ajouter au moins l'équivalent de 0,5 % du PIB au déficit prévu dans le budget.

Parmi les domaines préoccupants pour les finances publiques à moyen terme, les représentants de l'Espagne ont mentionné le processus actuel de décentralisation régionale et locale et les perspectives concernant la sécurité sociale. Il conviendrait d'assurer que le transfert d'attributions financières aux nouvelles collectivités autonomes régionales n'aboutira pas à une duplication de fonctions ni à une croissance excessive de l'emploi dans le secteur public. Quant à la sécurité sociale, les représentants de l'Espagne ont indiqué que le gouvernement avait récemment nommé une commission, à laquelle participent les partenaires sociaux, chargée de faire des recommandations concernant une refonte du système de sécurité sociale qui, admet-on généralement, souffre de certaines déficiences et entraîne un certain gaspillage. Bien qu'aucune décision n'ait encore été prise, il est probable que, pour assurer la viabilité à long terme du système, il faudra que le rôle du secteur public en matière de protection sociale se limite à fournir un niveau minimum socialement convenu de services, ce qui permettrait au secteur privé de jouer un plus grand rôle dans la prestation de services supplémentaires. En outre, la réorganisation devra s'articuler à une modification des modalités de financement du système, de manière à réduire la part des charges sociales dans les coûts de main-d'oeuvre qui, malgré des réductions récentes, restent très élevés par rapport à ceux d'autres pays. A cet égard, l'institution de la taxe sur la valeur ajoutée, actuellement prévue pour 1984, permettrait de réduire encore les cotisations sociales, tout en créant une forme d'imposition plus efficace et plus élastique par rapport aux revenus, que l'impôt actuel sur le chiffre d'affaires.

d. Politique monétaire

Depuis plusieurs années, les autorités espagnoles pratiquent une politique monétaire fondée sur un objectif quantitatif de croissance de la monnaie au sens large (M3), fixé chaque année et compatible avec le comportement prévu de la production réelle, de l'inflation et de la vitesse de circulation-revenu. Une fourchette de 2 % de part et d'autre de l'objectif est utilisée pour disposer d'une certaine marge de manoeuvre. Les autorités se sont efforcées d'atteindre cet objectif de croissance de M3 en agissant essentiellement sur la base monétaire, et tout particulièrement sur les réserves bancaires. Les instruments effectifs dont se sert la Banque d'Espagne sont les variations du crédit à court terme accordé au système bancaire, les ventes et les achats de bons du Trésor et de bons de caisse et, parfois, les variations des réserves obligatoires. Depuis 1977, le choix de l'objectif a été dicté par le souci de réduire progressivement l'inflation, et celle-ci n'a cessé de diminuer d'année en année, tombant de 24,5 % en 1977 à 14,5 % en 1981. Les représentants de l'Espagne ont indiqué que l'adoption de cette stratégie progressive répondait surtout à la volonté d'éviter qu'une politique monétaire plus rigide, allant de pair avec des salaires réels relativement inflexibles, aboutisse à un accroissement inacceptable du chômage. Un autre obstacle à un ralentissement plus marqué de l'expansion de la masse monétaire a été créé par la croissance très rapide du déficit du secteur public qui, par suite des différentes rigidités du système financier, a été financé en grande partie par l'intermédiaire du système bancaire.

La politique monétaire qui avait été sensiblement assouplie en 1979, à la suite de l'effort de stabilisation de 1977-78, a été progressivement resserrée de nouveau en 1980, les autorités ayant dû faire face à une détérioration rapide de la balance des transactions courantes et à des sorties considérables de capitaux pendant la première moitié de l'année, conséquences d'un écart défavorable entre les taux d'intérêt et de la spéculation sur le taux de change. M3 a progressé de 16,7 % pendant l'année, alors que l'objectif initial était de 17,8 %.

L'objectif pour 1981 a été fixé à 16,5 %, sur la base d'une fourchette de 13-15 % prévue pour l'inflation et d'une croissance de 1 à 2 % de la production. Le crédit au secteur public, qui représentait 10 % environ du crédit total à la fin de 1980, s'accroîtrait, selon les projections, de 28 % et celui accordé au secteur privé de 17 %. Pendant la première partie de l'année, les autorités, devant la menace de pertes substantielles de réserves, ont été contraintes de laisser les taux d'intérêt monter très sensiblement, comme c'était généralement le cas à l'extérieur. Au second semestre de l'année, malgré le fléchissement très sensible des pressions extérieures, ces taux sont restés relativement élevés du fait de la nécessité d'éponger la liquidité injectée dans le système par le financement d'un déficit budgétaire qui

avait atteint presque le double du montant projeté à l'origine. Selon les estimations provisoires pour l'ensemble de l'année, la croissance de M3 serait restée à un niveau inférieur de 1 à 1,5 % environ à l'objectif, en raison essentiellement de pertes de réserves plus importantes que prévu, ainsi que d'une demande de crédit du secteur privé plus faible que prévu.

De l'avis des représentants de l'Espagne, les événements de 1981 donnaient quelque idée de ce que réservait l'année 1982. Il y a lieu de penser que le déficit budgétaire continuera à soulever des problèmes sur le plan de la gestion monétaire, d'autant plus que le secteur public non bancaire ne s'était guère intéressé aux titres d'Etat à moyen et à long terme, dont le marché secondaire est étroit, et que les autorités s'étaient heurtées à une forte résistance de la part du système bancaire en ce qui concerne la vente directe au public de valeurs mobilières à court terme ayant des rendements voisins de ceux du marché, valeurs qui, selon les banques, concurrençaient sérieusement leurs propres dépôts. Bien que les autorités aient l'intention de procéder à l'émission prévue de 150 milliards de pesetas environ de titres à court terme, on ne pouvait dire exactement quelle fraction de ce montant serait absorbée par le secteur public non bancaire. Il semblait donc probable que la Banque d'Espagne se trouverait encore dans la nécessité de financer une large part (peut-être même 75 %) du déficit de trésorerie du secteur public en 1982, comme ce fut le cas en 1981.

Bien qu'aucune décision ne fût prise à l'époque des entretiens quant au taux de croissance retenu pour M3, les autorités monétaires penchaient en faveur d'un chiffre de 15 % environ, légèrement inférieur donc au résultat projeté pour 1981, afin de poursuivre la politique visant à modérer les anticipations inflationnistes. Les représentants de l'Espagne sont conscients du fait que, étant donné l'amélioration attendue de la balance courante, le recours probable des entités publiques aux emprunts extérieurs et l'ampleur des besoins de financement des administrations publiques, il était possible que cet objectif ne puisse être strictement respecté sans un certain resserrement du crédit au secteur privé. Cette mesure risquerait d'entraîner des entrées de capitaux étrangers d'une ampleur suffisante pour exercer sur le taux de change des pressions à la hausse excessives. Les représentants de l'Espagne ont estimé toutefois qu'il est essentiel, malgré la possibilité d'un conflit entre la stabilité monétaire intérieure et l'ajustement extérieur, de s'en tenir à une politique de réduction progressive de la croissance tolérable des agrégats monétaires.

Un événement notable survenu dans le domaine financier en 1981 a été l'assouplissement considérable du système financier, qui comportait la libération de la plupart des taux de prêt et des emprunts à plus de six mois. Des mesures ont également été prises pour donner une plus grande transparence au barème des frais et commissions bancaires. Le rythme de réduction de certains coefficients d'investissement obligatoires (qui obligent les institutions financières à détenir un certain pourcentage de leurs avoirs sous forme de prêts à intérêts faibles spécifiés accordés aux secteurs dits prioritaires) a été accru, mais sans que les niveaux minimums ultérieurs aient été modifiés. Enfin, le régime des comptes en pesetas convertibles a été libéralisé et les banques commerciales peuvent désormais offrir, s'agissant de ces comptes, une couverture à terme pour les non-résidents. Pour les représentants de l'Espagne, ces mesures joueront un rôle important dans le processus engagé pour moderniser le système financier et le rendre plus concurrentiel, politique visant à en accroître l'efficacité et à le préparer aux modifications inévitables qu'imposera l'entrée de l'Espagne dans la CEE à moyen terme.

e. Politique externe

La hausse très sensible de la peseta en 1978 et pendant la première moitié de 1979 (Graphique 1) a entraîné une forte perte de compétitivité dont la balance commerciale réelle a souffert en 1979-80. Depuis le milieu de 1979, les autorités ont laissé le taux de change baisser progressivement en valeur effective. Entre le niveau maximum des dernières années, atteint en mai 1979, et décembre 1981, le taux effectif a baissé de 20 % et le mouvement a été particulièrement marqué en 1980. En 1981, au moment où le dollar se raffermissait vis-à-vis des monnaies de la CEE et que les autorités s'efforçaient de modérer la baisse de la peseta vis-à-vis du dollar, le taux de change a augmenté dans des proportions marginales par rapport à la moyenne de la CEE. En décembre, toutefois, il était revenu au niveau observé au début de l'année.

Le taux de change réel, exprimé par les prix (relatifs) à la consommation corrigés des variations de change, a aussi baissé, fléchissant de 11 % depuis le milieu de 1979 (Graphique 1), tout en restant supérieur de 12 points environ au niveau atteint après la dévaluation de 1977, ce que les autorités jugent excessif. Les représentants de l'Espagne ont déclaré que l'amélioration de la position concurrentielle du pays au cours de ces deux dernières années, surtout vis-à-vis de la zone dollar E.U., avait contribué aux résultats très satisfaisants des exportations des derniers mois et aussi à une redistribution géographique appréciable du commerce, qui s'est faite en particulier au profit des échanges avec l'Amérique latine et les pays membres de l'OPEP et au détriment de ceux avec la CEE. Ils reconnaissent, toutefois, en prévision de l'entrée de l'Espagne dans le Marché commun, l'importance d'une amélioration de la compétitivité vis-à-vis des pays qui font partie de la CEE.

Les représentants de l'Espagne furent convenus que, du fait de la persistance d'un déficit élevé des transactions courantes, qui va de pair avec une demande intérieure relativement stable, il est essentiel de maintenir et, plus encore, d'améliorer la position compétitive globale. Cela est d'autant plus nécessaire que le degré encore élevé de protection effective au sein de l'économie espagnole devra être réduit progressivement à la suite de l'entrée de l'Espagne dans la CEE. De l'avis des représentants de l'Espagne, toutefois, le meilleur moyen d'assurer un accroissement durable de la compétitivité serait d'appliquer une politique financière et économique ferme garantissant un ralentissement constant de la hausse des coûts et des prix intérieurs. Tout en soulignant qu'une baisse importante du taux de change compromettrait les progrès accomplis jusqu'à présent sur le front de l'inflation, ils ont indiqué que les pouvoirs publics ne s'étaient pas engagés à maintenir un taux de change déterminé, que ce soit vis-à-vis du dollar ou en valeur effective. Pour le court terme, les pouvoirs publics cherchaient surtout à éviter des pressions à la hausse sur le taux de change, qui seraient liées à la nécessité de maintenir une politique monétaire relativement stricte du fait des besoins de financement considérables du secteur public.

En ce qui concerne l'aide publique au développement (APD), l'Espagne accorde la majeure partie de son assistance à ses anciens territoires et aux pays de l'Amérique latine. Elle n'est pas membre du Comité d'aide au développement (CAD). Selon des sources espagnoles officielles, l'APD a été en moyenne inférieure à 0,1 % du PIB au cours de la période 1977-80.

f. Politique énergétique

L'ajustement de l'économie espagnole à la hausse massive des prix du pétrole survenue en 1973-74 est resté des plus limités jusqu'en 1979. L'élasticité "apparente" de la demande d'énergie par rapport aux revenus au cours de cette période n'a pas été très différente de celle observée pendant la période 1965-73. Cette situation s'explique en grande partie par le fait que l'augmentation des prix du pétrole importé n'a pu être intégralement répercutée sur les prix intérieurs. Les prix intérieurs réels des produits pétroliers, après une hausse sensible pendant les années suivant immédiatement le premier "choc pétrolier", ont même diminué par la suite (voir Annexe I de l'Evolution récente de l'économie).

La politique adoptée a été très différente après la nouvelle série de hausses des prix du pétrole qui a commencé en 1979. Entre juillet 1979 et juillet 1981, les prix intérieurs de différents produits pétroliers ont été relevés à six reprises. Le prix du mazout a été majoré au total de plus de 170 %, celui de l'essence de 56 % et celui du carburant diesel de 116 %. Une comparaison avec d'autres pays européens révèle que, pour tous les principaux produits pétroliers, les prix intérieurs espagnols sont actuellement à un niveau égal ou supérieur à la moyenne.

En juillet 1979, un plan énergétique national couvrant la période allant jusqu'en 1987 a été approuvé. Il a essentiellement pour objet d'encourager les économies d'énergie des ménages et des entreprises, grâce à des mesures appropriées concernant notamment les prix, et d'abaisser la part du pétrole dans la consommation d'énergie d'un peu moins de 70 % en 1979 à 45 % à la fin des années 80. Ce résultat doit être atteint essentiellement grâce au remplacement des carburants lourds par le charbon et l'énergie nucléaire pour la production d'électricité, objectif qui doit être pratiquement atteint en 1985. Les efforts déployés pour remplacer le pétrole ont déjà nécessité un volume considérable d'investissements (estimé à quelque 660 milliards de pesetas en 1979-80), tendance qui se poursuivra au cours des toutes prochaines années. Ces investissements ont été consacrés à la construction de plusieurs centrales utilisant le charbon et l'énergie nucléaire, à la mise en place d'infrastructures pour l'importation, le stockage et le transport du gaz naturel et du charbon, et à une modification des installations et du matériel industriel existants, mesure destinée à passer du pétrole au charbon; ils bénéficient d'incitations financières et d'un financement à faible taux d'intérêt accordé par les institutions officielles de crédit.

Bien que les effets de cette politique ne se feront sentir principalement qu'à moyen terme, certains résultats sont déjà apparents. La consommation d'énergie primaire a diminué de plus de 1 % en 1980 et, selon les estimations, elle diminuera encore légèrement en 1981. Les autorités prévoient qu'en 1982 les importations totales d'énergie diminueront de 5 % au moins, malgré une légère reprise de l'activité, à mesure qu'entreront en service de nouvelles centrales utilisant le charbon ou l'énergie nucléaire.

4. Perspectives pour 1982

Les représentants de l'Espagne sont convaincus que les mesures d'ajustement prises au cours des dernières années, de même que la conclusion d'un pacte social sur l'emploi et les rémunérations, ont préparé la voie à une reprise modérée, mais durable, de l'activité en 1982. Bien que la consommation privée restera probablement stagnante, conséquence de la diminution des salaires réels et de la modération projetée des transferts sociaux, l'investissement enregistrera probablement, selon eux, une croissance importante, dont le taux dépassera 3 %. Les principaux moteurs de la reprise seront probablement l'influence stimulatrice des investissements publics, l'amélioration des marges bénéficiaires et la perspective de la persistance d'une évolution relativement favorable des exportations. Les autorités, toutefois, sont conscientes du risque que, dans le cas où le déficit budgétaire dépasserait sensiblement le chiffre initialement prévu, l'investissement

privé pourrait être entravé par le maintien nécessaire des taux d'intérêt relativement élevés. La croissance du PIB, que les projections situent entre 2 et 3 %, sera surtout subordonnée à l'expansion des exportations envisagée par les autorités.

Les représentants de l'Espagne ont également fait preuve d'optimisme à l'égard de l'inflation, car les pressions sur les coûts tant intérieurs qu'extérieurs resteront probablement modérées. Ils ont, toutefois, exprimé une certaine préoccupation concernant l'effet éventuel sur les prix alimentaires en 1982 des conditions météorologiques défavorables du dernier trimestre de 1981. Ils ont aussi souligné que le taux d'inflation prévu (12 % environ) ne supposait aucun nouveau fléchissement de la peseta par rapport au dollar E.U.

Une amélioration sensible de la balance des transactions courantes est attendue pour 1982. Selon les projections, les exportations croîtront de 8 % environ en valeur réelle, s'adjugeant donc, conformément à la tendance de 1981, des parts de marché sensiblement plus grandes. Bien que les importations non énergétiques augmenteront probablement de plus de 5 %, il faut s'attendre que la croissance globale des importations restera peu rapide par suite de la diminution des importations d'énergie mentionnée ci-dessus. Une légère amélioration est projetée pour les termes de l'échange, à supposer que les prix du pétrole n'augmentent pas jusqu'à la fin de l'année. Il est prévu que le compte des services enregistrera lui aussi une légère amélioration, la fermeté du poste des services non facteurs (en particulier le tourisme) compensant largement la charge croissante du service de la dette extérieure. Selon les estimations, le déficit des transactions courantes se situera entre 3,5 et 4 milliards de dollars E.U. (1,5 à 2 % du PIB).

III. Evaluation par les services du Fonds

L'action entreprise pour adapter l'économie espagnole aux conséquences de la forte augmentation des prix relatifs de l'énergie et de la main-d'oeuvre survenue pendant la deuxième moitié des années 70 a abouti à des résultats appréciables au cours d'une période récente. A plusieurs égards, toutefois, l'ajustement est loin d'être terminé. La croissance de la production et des investissements productifs laisse encore à désirer. L'emploi a diminué pendant plusieurs années consécutives et le taux de chômage a atteint près de 15 %, niveau qui est très élevé pour l'Espagne de même que par rapport aux autres pays de l'OCDE. Le taux d'inflation reste proche de 14 %, ce qui, malgré une amélioration considérable par rapport aux résultats d'il y a quelques années, est encore relativement élevé, surtout si l'on se réfère au niveau encore faible de la demande. Bien qu'il soit encore peu élevé par rapport au PIB, le déficit de la balance des transactions courantes qui est apparu, assombrit les perspectives à moyen terme puisqu'il n'a pas pour contrepartie une très bonne tenue de l'investissement, mais plutôt une détérioration de l'épargne intérieure, notamment celle du secteur public.

La solution de ces problèmes nécessitera un arbitrage délicat entre les différentes priorités. L'accroissement du niveau de l'emploi - ou du moins, à court terme, la lutte contre son fléchissement - est un résultat souhaitable qui doit être au premier rang des priorités, mais ce serait une erreur que de tenter d'y parvenir soit en augmentant les subventions aux industries inefficientes, soit en mettant en oeuvre des programmes d'investissements publics destinés à "donner du travail", puisque de telles mesures réduiraient en fait le taux de croissance à moyen terme en retardant la nécessaire réaffectation des ressources. En outre, une politique monétaire expansionniste, tout en augmentant peut-être la croissance de la production à court terme, ranimerait probablement les anticipations inflationnistes aux conséquences ultérieures défavorables. Les services du Fonds estiment que les pressions exercées en faveur d'une forte relance doivent être neutralisées car elles ne pourraient au mieux qu'entraîner une amélioration temporaire de la situation.

Il convient de féliciter les autorités monétaires des efforts déployés au cours des toutes dernières années pour obtenir une réduction progressive du taux d'inflation par un ralentissement continu de la croissance des agrégats monétaires. Toutefois, la maîtrise de l'évolution monétaire est de plus en plus compromise par la forte augmentation du déficit du secteur public observée depuis quelques années, et qui menace de se poursuivre en 1982. Le financement d'un déficit nettement plus élevé que celui que prévoit le budget, assuré essentiellement par l'intermédiaire de la Banque d'Espagne, entraînerait une augmentation excessive des agrégats monétaires, à moins que les autorités ne soient disposées à réduire l'accroissement du crédit intérieur au secteur privé. Une telle réduction pourrait entraîner des entrées de capitaux considérables et peut-être aussi une hausse du taux de change qui ne serait certainement pas souhaitable du point de vue de l'ajustement externe.

Si la balance des paiements ne semble pas poser de graves problèmes dans l'immédiat, un déficit persistant au niveau actuel pourrait, à plus long terme, provoquer un accroissement fort préjudiciable de la dette extérieure. Pour assurer une réduction du déficit malgré une reprise de la demande intérieure, d'excellents résultats sur le plan des exportations sont indispensables, d'où la nécessité d'une politique cohérente visant à accroître la compétitivité du secteur extérieur.

Face à ces problèmes, les autorités ont commencé à appliquer une stratégie destinée à assurer le maintien d'un niveau suffisant de compétitivité dans un certain nombre de domaines. Le premier élément de cette politique, d'autant plus important qu'il influe fortement sur les possibilités d'augmentation de l'emploi et de réduction de l'inflation, est la question des coûts réels de main-d'oeuvre. Depuis quelques années, ceux-ci progressent beaucoup plus rapidement que la productivité, bien que la situation se soit sensiblement améliorée les deux dernières années. La pression sur les marges bénéficiaires qui en est résultée a contribué au fléchissement de l'emploi et a en outre réduit les capacités d'exportation de l'industrie espagnole. L'accord tripartite entre employeurs, employés et le gouvernement prévoit que les rémunérations nominales contractuelles augmenteront moins en 1982 que le taux d'inflation projeté, et il ne faudra ménager aucun effort pour respecter les objectifs contenus dans cet accord. Un deuxième élément de cette stratégie destinée à maintenir la compétitivité est la politique de taux de change. La baisse de la peseta en valeur effective en 1980 - 1981 a largement contribué à améliorer la position compétitive de l'Espagne et les services du Fonds se félicitent que les autorités espagnoles aient réagi avec souplesse à l'évolution du marché des changes après la hausse inopportune de la peseta en 1978/79; ils espèrent aussi que le flottement de la peseta continuera à être opéré de façon à tenir pleinement compte de la nécessité d'une forte position concurrentielle.

Un autre élément dans le domaine de la compétitivité et de l'efficience économique est plus diffus, mais non moins important. Il s'agit des nombreuses rigidités structurelles qui caractérisent à la fois le système financier et le reste de l'économie. Au cours des toutes dernières années, des progrès considérables ont été accomplis dans la tâche difficile de la libéralisation du système financier. Toute nouvelle action dans ce domaine devrait être prioritaire. Il conviendrait d'envisager, par exemple, une nouvelle libéralisation des taux d'intérêt, la possibilité d'émettre une gamme plus large de valeurs mobilières assorties d'échéances courtes et un assouplissement de la réglementation relative aux opérations des banques étrangères. Un système financier plus sensible au jeu du marché contribuerait à mieux répartir les ressources. Sur le plan des finances publiques, les efforts déployés pour limiter le déficit budgétaire doivent être complétés par des mesures visant à améliorer l'efficacité des dépenses publiques en réduisant la part des subventions à la consommation au profit de celle des investissements productifs. Il faut de toute évidence modérer à la fois la croissance des subventions accordées aux industries en difficulté et celle des transferts sociaux. A cet égard, on ne peut qu'approuver l'intention qu'ont les autorités de procéder à brève échéance à une refonte de la

sécurité sociale. Sur le plan fiscal, un plus grand effort s'impose pour renforcer l'administration et le recouvrement des impôts, dans le but de répartir plus équitablement la charge fiscale et de poursuivre la modernisation du système fiscal en adoptant sans tarder la taxe sur la valeur ajoutée. Cette dernière permettra aussi de réduire, comme il a été décidé de le faire, les charges sociales pesant sur les coûts de main d'oeuvre. Enfin, il conviendrait d'envisager une nouvelle libéralisation du régime des importations, qui est relativement restrictif. Pour une économie industrielle moderne destinée à devenir bientôt membre de la Communauté économique européenne, comme c'est le cas de l'Espagne, le degré de protection effective (surtout si l'on considère les contingents et les autres barrières non tarifaires) reste relativement élevé et tend à perpétuer l'existence de branches d'activité désormais incapables de répondre au grave besoin de création d'emplois supplémentaires.

IV. Projet de décision

Le projet de décision suivant est soumis pour adoption au Conseil d'administration :

1. Le Fonds adopte la présente décision à l'issue des consultations 1981 au titre de l'article XIV avec l'Espagne; ces consultations ont eu lieu dans le cadre des consultations 1981 au titre de l'article IV, conformément à la décision n^o 5392-(77/63), adoptée le 29 avril 1977, intitulée "Surveillance des politiques de change".

2. Le Fonds note avec satisfaction que l'Espagne continue à pratiquer un système de change n'imposant pas de restrictions aux paiements et aux transferts relatifs aux transactions internationales courantes.

Relations du Fonds avec l'Espagne

(Fin janvier 1982)

Quote-part :	835,5 millions de DTS
Avoirs du Fonds en pesetas :	771,6 millions de DTS, soit 92,35 % de la quote-part, y compris les achats nets au titre des mécanismes pétroliers et du mécanisme de financement compensatoire, équivalant à 16,95 % de la quote-part.
Département des droits de tirage spéciaux :	318,58 millions de DTS, soit 106,62 % de l'allocation cumulative nette.
Distribution d'or :	338.053 onces d'or fin.
Prêts accordés au Fonds :	L'Espagne est associée à l'accord de prêt conclu entre la BRI et le Fonds.
Taux de change	La peseta est depuis 1974 en régime de flottement dirigé. Dévalué en 1977, le taux de change a fortement augmenté en 1978 et au premier semestre de 1979, conséquence de la forte position de la balance courante et des conditions restrictives régissant le crédit, puis il a commencé à fléchir au second semestre de 1979 à mesure que se dégradait la position extérieure. En 1980, la peseta a baissé de 19,8 % par rapport au dollar E.U. et de 10,2 % en valeur effective. De décembre 1980 à décembre 1981, elle a baissé de 6,4 % en valeur effective, de 18,5 % par rapport au dollar E.U. et, en valeur effective, de 1,5 % par rapport aux monnaies de la CEE.
Relations antérieures :	L'Espagne a acheté le montant total auquel elle avait droit (572,1 millions de DTS) au titre des mécanismes pétroliers et un nouveau montant (de 98,8 millions de DTS, soit 25 % de la quote-part) au titre du mécanisme de financement compensatoire en février 1978. Un accord de confirmation d'un an portant sur la première tranche de crédit élargi, équivalant à 143,2 millions de DTS, a été approuvé en février 1978 mais n'a donné lieu à aucun tirage jusqu'à présent.

Précédentes

consultations : Les précédentes consultations au titre de l'article IV ont eu lieu en décembre 1979 et le Conseil d'administration a examiné le 5 mars 1980 le rapport correspondant (SM/80/28, 28/1/80; SM/80/32, 1/2/80 et Supplément n°1). Le Conseil d'administration avait alors adopté la décision suivante :

"1. Le Fonds adopte la présente décision à l'issue des consultations 1979 avec l'Espagne au titre de l'article XIV; ces consultations ont eu lieu dans le cadre des consultations 1979 avec l'Espagne au titre de l'article IV, conformément à la décision n° 5392-(77/63), adoptée le 29 avril 1977 (Surveillance des politiques de change).

2. L'accord bilatéral de paiements avec la Guinée équatoriale a pris fin et l'accord bilatéral de paiements avec la Colombie a été remplacé par un accord de crédit réciproque. Le Fonds note avec satisfaction que l'Espagne n'est plus partie à des accords bilatéraux de paiements avec des pays membres."

En décembre 1980, des membres du personnel du Fonds se sont rendus en Espagne pour s'entretenir à titre non officiel avec les autorités espagnoles de la politique et des perspectives économiques actuelles.

Population (décembre 1980)
Population active (septembre 1981)
PIB par habitant (1980)

37.412 000
12.860.000
402.970 pesetas (4.318 DTS)

	1980		Pourcentage de variation			
	Milliards de pesetas	Pourcentage	1978	1979	1980	1981 ^{1/} 1982 ^{2/}
Demande et production						
Consommation privée	10 632	70,5	1,5	0,9	1,2	-0,8 0,2
Consommation publique	1.704	11,3	5,5	3,8	3,2	2,4 2,6
Investissement fixe	2 987	19,1	-1,1	-2,0	0,5	1,0 3,1
Formation de stock ^{3/}	236	1,6	-0,5	0,3	0,3	-0,6 —
Demande intérieure totale	15.459	102,5	0,8	0,9	1,6	-0,7 1,0
Balance extérieure ^{3/}	-383	-2,5	1,9	-0,3	-0,4	1,4 0,9
PIB	15 076	100,0	2,7	0,6	1,5	0,7 2,0
Production industrielle		0,1	1,4	1,0 ...
Salaires, coûts et prix						
(secteur non agricole)						
Taux de salaire unitaire	.	.	25,4	22,5	16,9	15,0 13,0
Coûts unitaires de la main-d'oeuvre		...	20,5	19,5	13,2	10,5 8,8
Indice des prix à la consommation		..	19,8	15,7	15,5	14,5 12,0
Déflateur du PIB		.	20,3	15,4	12,9	12,7 12,4
Marché du travail						
Emploi	.	.	-1,9	-2,4	-3,2	-3,0 ^{4/} -1,5
Taux de chômage (niveaux)		.	7,7	9,6	12,6	14,6 ^{4/} ...
Taux d'activité (niveaux)			49,6	49,3	48,5	48,2 ...
Révenu disponible des ménages			23,0	15,7	15,6	13,6 12,2
Taux d'épargne (niveaux)		...	10,0	8,6	7,3	7,2 7,2
Principaux agrégats financiers						
Secteur des administrations publiques						
Recettes fiscales	.	..	24,2	25,3	26,0	26,6 26,9 ^{5/}
Dépenses ordinaires			25,5	26,9	28,7	30,0 28,9 ^{5/}
Solde des dépenses ordinaires	.	.	1,5	1,2	0,1	-0,4 1,0 ^{5/}
Solde budgétaire global	.	..	-1,8	-1,9	-3,4	-4,3 -3,2 ^{5/}
Solde global de trésorerie	.	..	-2,4	-2,5	-3,0	-4,7 ...
Monnaie et quasi-monnaie (M3)						
Crédit intérieur total	Déc 1980	1978	1979	1980	1981 ^{6/}	
Crédit au secteur privé	Milliards de pesetas					
	12 243,4	19,9	18,0	16,7	15,0	15,0
	12 917,7	15,5	17,2	20,3	19,2	19,2
	11 513,5	13,7	15,6	18,4	16,3	16,3

<u>Données de base extérieures</u>					
	<u>1978</u>	<u>1979</u>	<u>1980</u>	<u>1981</u> ^{1/}	<u>1982</u> ^{2/}
Balance des paiements (en millions de dollars E.U.)					
Exportations, f.o.b.	13.480	18.352	20.928	20.426	23.082
Importations, f.o.b.	<u>17.505</u>	<u>24.022</u>	<u>32.389</u>	<u>31.288</u>	<u>33.040</u>
Balance commerciale	-4.025	-5.670	-11.461	-10.862	-9.958
Services (net)	4.001	5.014	4.424	3.837	4.291
Transferts (net)	<u>1.656</u>	<u>1.782</u>	<u>2.048</u>	<u>1.732</u>	<u>1.839</u>
Balance courante	1.632	1.126	-4.989	-5.293	-3.828
En pourcentage du PIB	1,1	0,6	2,4	2,8	1,9
Entrée nette de capitaux à long terme	2.017	3.220	4.201	4.662	
Dont :					
Investissements	1.114	1.349	1.277	1.465	
Emprunts	1.299	1.498	2.750	2.653	
Capitaux publics	-396	373	174	544	
Entrée nette de capitaux à court terme ^{7/}	<u>171</u>	<u>-2.243</u>	<u>-757</u>	<u>-5</u>	
Balance globale	3.820	2.103	-1.545	636	
Variation de la position extérieure nette des banques commerciales	139	1.335	829	30	
Variation des réserves extérieures	-3.959	-3.438	716	606	
Encours de la dette extérieure à long terme ^{8/}	17.158	19.461	23.695	26.242	^{4/}
Réserves officielles nettes ^{9/}	10.015	13.117	12.358	11.879	^{10/}
Taux de change (peseta/dollar E.U.)	76,7	67,1	71,7	92,3	
Variation du rapport dollar E.U./peseta	-0,9	14,3	-6,4	-22,3	
Variation du taux de change effectif	-8,7	10,6	-6,3	-11,7	

Sources . données communiquées par les autorités espagnoles, et estimations et projections établies par les services du Fonds.

^{1/} Estimations.

^{2/} Prévisions.

^{3/} Pourcentage du PIB de l'année précédente.

^{4/} Septembre 1981.

^{5/} Budget initial.

^{6/} Pour les douze mois finissant en octobre 1981.

^{7/} Y compris les erreurs et les omissions.

^{8/} Calculé aux cours du marché (fin de période).

^{9/} Sur la base de 35 DTS 1'once d'or (fin de période).

^{10/} Novembre 1981.