

**BANQUE DES
RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

TRENTE-HUITIÈME RAPPORT ANNUEL

1^{ER} AVRIL 1967 – 31 MARS 1968

BÂLE

10 JUIN 1968

TABLE DES MATIÈRES.

	Page
Introduction	1
 I. La livre sterling, le dollar et l'or	 3
La livre sterling (p. 4); le dollar (p. 28); l'or (p. 52).	
 II. L'évolution économique dans les pays continentaux d'Europe, au Canada et au Japon	 61
Production, salaires et prix (p. 62); modification de la structure de la demande (p. 65); taux d'intérêt et flux de capitaux (p. 71); formation de moyens liquides (p. 74), émissions nationales de valeurs mobilières (p. 75), le marché international des obligations (p. 77); pays continentaux d'Europe occidentale: Allemagne fédérale (p. 81), France (p. 83), Italie (p. 86), Pays-Bas (p. 88), Belgique (p. 91), Suisse (p. 93), Autriche (p. 95), Espagne (p. 96), Portugal (p. 98), Danemark (p. 99), Norvège (p. 101), Suède (p. 103), Finlande (p. 105); Europe de l'Est (p. 107); Canada (p. 110); Japon (p. 113).	
 III. Echanges et paiements internationaux	 115
Commerce mondial (p. 115); échanges à l'intérieur des zones commerciales (p. 118); mouvements de capitaux (p. 121); balances des paiements: France (p. 123), Allemagne fédérale (p. 126), Italie (p. 129), Pays-Bas (p. 131), Union Economique Belgo-Luxembourgeoise (p. 133), Autriche (p. 135), Suisse (p. 136), Suède (p. 137), Norvège (p. 138), Finlande (p. 139), Danemark (p. 140), Irlande (p. 141), Espagne (p. 142), Portugal (p. 143), Canada (p. 144), Japon (p. 146).	
 IV. Or, réserves monétaires et changes	 149
Production et marché de l'or, encaisses-or (p. 149); Fonds Monétaire International: activité du Fonds (p. 155), droits de tirage spéciaux (p. 158), réforme du Fonds (p. 159); réserves officielles et autres mouvements monétaires: réserves globales (p. 160), États-Unis (p. 163), Royaume-Uni (p. 167), pays continentaux d'Europe occidentale (p. 171): Allemagne fédérale (p. 174), Italie (p. 176), Belgique (p. 177), Pays-Bas (p. 177), Suisse (p. 178), France (p. 179), Suède (p. 180), Autriche (p. 180), autres pays d'Europe (p. 180), Canada (p. 181), Japon (p. 182); marché des changes (p. 183): livre sterling (p. 184), franc suisse (p. 186), deutsche mark (p. 187), franc français (p. 188), autres monnaies européennes (p. 189), dollar canadien (p. 190); autres événements dans le domaine des changes (p. 190); le contrôle des changes en France (p. 193).	

	Page
V. Le marché des Euro-Monnaies	194
<i>Positions globales envers l'étranger (p. 196), positions extérieures en devises (p. 199), l'élargissement du marché de l'Euro-dollar (p. 201), dimensions nettes du marché de l'Euro-dollar (p. 204), fluctuations des positions extérieures des différents pays (p. 207), mouvements dans les taux d'intérêt (p. 211).</i>	
VI. Accord Monétaire Européen	215
<i>Modification de l'Accord (p. 215); opérations effectuées au titre de l'Accord: Fonds Européen (p. 215), Système Multilatéral de Règlements (p. 218); situation des comptes (p. 219); activité des organes de l'Accord Monétaire Européen (p. 220).</i>	
VII. Opérations de la Banque	221
<i>Activité du Département bancaire (p. 221): composition des ressources (p. 222), utilisation des ressources (p. 225); la Banque comme Mandataire (Trustee) et Agent financier d'emprunts publics internationaux (p. 230); la Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier (p. 232); la Banque comme Agent de l'O.C.D.E. (Accord Monétaire Européen) (p. 233); développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales (p. 234); bénéfices nets et répartition (p. 235); modifications dans la composition du Conseil d'administration (p. 236).</i>	
Conclusion	238

* * *

Bilan au 31 mars 1968 et compte de Profits et Pertes de l'exercice clos le 31 mars 1968.

LISTE DES TABLEAUX ET DES GRAPHIQUES.

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque.)

	Page
I. La livre sterling, le dollar et l'or	
Royaume-Uni:	
Balance des paiements	5
Balance des paiements courants*	12
Prix de gros des produits manufacturés*	15
Royaume-Uni:	
Balance des paiements (1952-67)	16
Utilisations du produit national brut	21
Epargne et investissements	22
Budget	27
Etats-Unis:	
Dépenses nationales (chiffres bruts)	29
Taux d'intérêt*	33
Balance des paiements	34
Produit national brut et importations*	36
Balance des paiements (1960-67)	42
Origines et utilisations de l'or	55
Offre d'or et achats nets officiels du monde occidental*	57
II. L'évolution économique dans les pays continentaux d'Europe, au Canada et au Japon	
Production industrielle*	63
Marché du travail, salaires et prix	64
Produit national brut et ses composantes	67
Les investissements et la balance des paiements*	69
Taux d'escompte officiels	71
Taux d'intérêt*	72
Liquidités internes	74
Marchés nationaux des capitaux: Montant net des émissions	76
Emissions étrangères et émissions internationales d'obligations	78
Taux de rendement des nouvelles émissions internationales*	79
Economies des pays de l'Europe de l'Est: Revenu national, production industrielle et agricole	108
III. Echanges et paiements internationaux	
Commerce international	115
Exportations par zones commerciales*	118

	Page
Commerce extérieur de la C.E.E. et de l'A.E.L.E.*	119
Pays d'Europe occidentale: Balances des paiements	120
Balances de base des paiements et mouvements de capitaux à court terme*	122
Balances des paiements:	
France	124
Allemagne	127
Italie	130
Pays-Bas	132
Union Economique Belgo-Luxembourgeoise	134
Finlande	139
Canada	145
Japon	147

IV. Or, réserves monétaires et changes

Production mondiale d'or	149
Résultats d'exploitation de l'industrie des mines d'or sud-africaines	150
Cours de l'or sur les marchés*	151
Encaisses-or dans le monde	153
Fonds Monétaire International: Tirages et rachats de monnaies	156
Fluctuations des réserves monétaires globales de différents pays	162
Etats-Unis:	
Mouvements monétaires avec l'étranger	164
Arrangements de swap conclus par le Système de Réserve Fédérale	167
Royaume-Uni: Mouvements monétaires avec l'étranger	168
Pays d'Europe continentale, Canada et Japon:	
Positions monétaires extérieures	172
Allemagne fédérale: Variations de la position des banques envers l'étranger	174
Canada: Mouvements monétaires avec l'étranger	182
Cours du change livre/dollar*	184
Cours du dollar des Etats-Unis en Europe*	187
Monnaies dévaluées en novembre 1967	191

V. Le marché des Euro-Monnaies

Engagements et avoirs à court terme envers des non-résidents, par pays	195
Engagements et avoirs à court terme de banques commerciales en certaines monnaies étrangères envers des non-résidents	197
Engagements et avoirs à court terme de banques commerciales en certaines monnaies étrangères envers des non-résidents, non compris les positions envers les pays d'émission des monnaies en cause	198
Variations des positions extérieures des banques en certaines monnaies étrangères	200
Positions en dollars de banques européennes envers des non-résidents	202
Estimation des dimensions du marché de l'Euro-dollar	205
Positions en monnaies étrangères de banques européennes envers des non-résidents	208
Taux d'intérêt sur les places de Londres et de New York*	211

VI. Accord Monétaire Européen

Fonds Européen: Utilisation des crédits consentis	216
Système Multilatéral de Règlements: Paiements effectués	217
Fonds Européen: Situation des comptes	219

VII. Opérations de la Banque

Evolution du total du bilan	221
Comptes d'ordre	222
Passifs*	222
Composition des ressources	223
Fonds empruntés d'après leur origine	224
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée	224
Position-or	225
Actifs*	226
Encaisses et autres placements	227
Dépôts à terme et avances, autres effets et titres	228
Emprunt extérieur allemand 1924 (Emprunt Dawes)	231
Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young)	231
Emprunt international de la République fédérale d'Autriche 1930	232
Emprunts garantis de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier	233

TRENTE-HUITIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à

L'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

de la

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

tenue à

Bâle, le 10 juin 1968.

Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif au trente-huitième exercice, commencé le 1er avril 1967 et clos le 31 mars 1968.

Après déduction des montants transférés aux provisions, le bénéfice net s'élève à 45.000.000 de francs or contre 32.074.487 francs or pour l'exercice précédent.

Le Conseil d'administration recommande à l'Assemblée générale d'affecter, en application de l'article 53 des Statuts de la Banque, 15 millions de francs or au paiement du dividende, 15 millions de francs or au Fonds de réserve générale et 15 millions de francs or à un Fonds de réserve libre. Si cette recommandation est acceptée, le dividende sera de 75 francs or, payables en francs suisses, à raison de 107,15 francs suisses par action. Il comprendra le dividende cumulatif de 6% et le dividende supplémentaire maximum de 6% prévu par les Statuts de la Banque.

Le Chapitre I du présent Rapport traite des événements les plus importants de l'année écoulée, en particulier en ce qui concerne la livre sterling, le dollar et l'or, et les situe en outre dans une perspective à plus long terme. Les chapitres

suivants passent en revue les variations récentes de la production et des prix dans divers pays, ainsi que l'évolution dans les domaines du crédit, des paiements extérieurs, de la production d'or et des réserves monétaires. Ces études sont suivies d'un aperçu des événements survenus sur les marchés des Euro-monnaies et d'un compte rendu du fonctionnement de l'Accord Monétaire Européen. Le Chapitre VII contient un exposé des opérations courantes de la Banque et des fonctions qu'elle exerce pour le compte de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier et en qualité de Mandataire (Trustee) et d'Agent financier d'emprunts internationaux. Il donne enfin des indications sur le rôle joué par la Banque dans le développement de la coopération entre les banques centrales, de même que sur ses rapports avec d'autres institutions internationales.

I. LA LIVRE STERLING, LE DOLLAR ET L'OR.

Au printemps 1967, la situation économique était caractérisée par une atmosphère de calme relatif donnant peu d'indications sur la tourmente des mois qui allaient suivre. Les économies de la plupart des pays industriels accusaient une accalmie dans le développement de l'activité ou de légères tendances à la récession. Le recul était plus accentué en Allemagne fédérale et l'expansion ne se poursuivait qu'au Japon et en Italie. Si l'inflation des prix continuait à sévir dans nombre de pays, elle avait sa source dans des poussées de hausse des salaires et dans les conséquences différées de mesures prises antérieurement plutôt que dans un excédent de demande. Aux Etats-Unis, l'existence d'un déficit budgétaire considérable faisait peser, sur la stabilité de la monnaie, un danger contre lequel le Président avait proposé de se prémunir par un accroissement substantiel de la fiscalité. Toutefois, pendant les premiers mois de 1967, il s'agissait plus d'une menace en puissance que d'une menace immédiate.

Du point de vue international, on relevait une série de déséquilibres de paiements mais, dans la plupart des cas, la situation s'était améliorée par rapport à l'année précédente. La position de la livre était plus encourageante, les surplus de l'Italie et de la France avaient diminué et, si l'Allemagne fédérale se trouvait dans une position créditrice voisine de l'extrême, ce phénomène était clairement lié à l'évolution défavorable du cycle économique dans ce pays. En raison des répercussions directes et indirectes du conflit vietnamien, la situation de la balance des paiements des Etats-Unis s'était détériorée, mais le déficit s'était stabilisé, semblait-il, à un niveau qui, pendant un an ou deux, paraissait contrôlable. Le Japon se heurtait à des difficultés de paiements appelant, selon toute vraisemblance, une nouvelle orientation de la politique économique.

Ce calme a été toutefois de courte durée, puisqu'une série d'événements ont fait de la période 1967-68 la plus troublée que le système monétaire international ait connue depuis 1949. Les hostilités au Moyen-Orient et au Viêt-nam ont contribué à aggraver les difficultés de paiements et à saper la confiance; en même temps, l'indécision dans la conduite des politiques économiques laissait le champ libre à la recrudescence de certaines tensions. Quoiqu'il en soit, en moins de douze mois, la livre sterling a été dévaluée, les Etats-Unis ont fait largement appel à des contrôles directs pour redresser leurs comptes extérieurs, et les pays membres du pool de l'or ont cessé d'apporter leur soutien au marché.

Le présent chapitre a pour objet d'examiner les causes immédiates de ces phénomènes qui ont créé, au sein du système des paiements internationaux, une situation nouvelle dont les aspects ne se sont peut-être pas encore complètement manifestés. Il est évident, en revanche, que les événements des douze mois écoulés ne sauraient fournir une explication complète, que les déséquilibres se sont accumulés pendant plusieurs années, enfin que les troubles politiques et la spéculation ont provoqué des bouleversements, parce que la situation était déjà précaire. Aussi passera-t-on en revue des développements remontant à un certain nombre d'années.

La livre sterling.

A première vue, la situation de la livre sterling pendant le premier trimestre de 1967 était favorable et plusieurs indices montraient clairement qu'un certain degré de confiance avait été rétabli. Cette amélioration avait été obtenue par deux voies différentes.

En premier lieu, les mesures restrictives énergiques introduites en juillet 1966 avaient exercé assez rapidement un effet de contraction sur l'économie intérieure et, par voie de conséquence, des répercussions favorables sur la balance des paiements. A côté de restrictions prises dans les domaines budgétaire et monétaire, ces mesures comprenaient un blocage des salaires et des prix jusqu'à la fin de l'année; elles avaient effectivement provoqué la disparition de l'excédent de demande d'origine intérieure et rétabli, pour la première fois depuis plus de deux ans, une situation caractérisée par l'absence de pressions sur les ressources productives. Le niveau de la production avait légèrement fléchi, les tensions sur le marché du travail s'étaient atténuées, le pourcentage des chômeurs passant de 1,3% des effectifs disponibles en juillet 1966 à 2% au cours du premier trimestre de 1967. La balance commerciale s'était nettement redressée pendant les quatre derniers mois de 1966, les importations s'étant inscrites en recul, en partie dans l'attente de l'abolition de la taxe spéciale à l'importation fin novembre, et les exportations en progrès par rapport aux premiers mois de l'année. Comme les sorties de capitaux étaient strictement limitées, la balance de base des paiements avait fait apparaître un excédent au cours du quatrième trimestre de 1966. Le surplus s'était maintenu pendant le premier trimestre de 1967, malgré l'aggravation de la balance commerciale provoquée par la suppression de la taxe complémentaire spéciale. L'accroissement des achats à l'étranger était considéré comme un phénomène en grande partie temporaire, et n'avait pas contrecarré le raffermissement de la confiance envers le sterling.

En second lieu, au cours du premier trimestre de 1967, le Système de Réserve Fédérale et quelques autorités du continent européen avaient aménagé leur politique

Royaume-Uni: Balance des paiements.

Postes	1966				1967			
	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
	en millions de livres sterling, chiffres corrigés des variations saisonnières							
Commerce (f.o.b.)								
Importations	1.345	1.316	1.363	1.239	1.405	1.424	1.368	1.476
Exportations et réexportations	1.266	1.203	1.291	1.356	1.359	1.280	1.268	1.116
Balance commerciale	- 79	- 113	- 72	+ 117	- 46	- 144	- 100	- 360
Services (chiffres nets)	+ 49	+ 23	+ 20	+ 24	+ 68	+ 23	+ 55	- 10
Balance des paiements courants	- 30	- 90	- 52	+ 141	+ 22	- 121	- 45	- 370
Mouvements de capitaux à long terme								
Capitaux officiels	- 38	+ 3	- 14	- 33	- 22	- 3	- 15	- 14
Capitaux privés								
Investissements britanniques à l'étranger	- 76	- 93	- 59	- 64	- 77	- 88	- 61	- 137
Investissements étrangers au Royaume-Uni	+ 51	+ 75	+ 56	+ 90	+ 103	+ 90	+ 71	+ 127
Total des mouvements de capitaux à long terme (chiffres nets)	- 63	- 15	- 17	- 7	+ 4	- 1	- 5	- 24
Balance de base corrigée des variations saisonnières	- 93	- 105	- 69	+ 134	+ 26	- 122	- 50	- 394
Balance de base avant ajustement	- 79	- 56	- 144	+ 146	+ 3	- 61	- 126	- 356
Erreurs et omissions	+ 49	- 33	+ 37	- 66	+ 162	+ 77	- 77	+ 58
Balance totale	- 30	- 89	- 107	+ 80	+ 165	+ 16	- 203	- 298

monétaire restrictive dans le sens d'une très large aisance. De ce fait, les taux du marché monétaire des Etats-Unis et ceux de l'Euro-dollar avaient baissé sensiblement, et l'arbitrage d'intérêt était devenu favorable au sterling. L'allègement de leur position de réserve avait permis aux banques américaines de restituer au marché de l'Euro-dollar une partie des fonds qu'elles y avaient prélevés pendant les restrictions de crédit de 1966. Aussi avait-on noté, au cours du premier trimestre de 1967, des conversions de dollars en sterling sur une vaste échelle, qui avaient permis à la Banque d'Angleterre de rembourser l'aide à court terme accordée l'année précédente par des banques centrales en vue de soutenir la livre. En mai, la Grande-Bretagne avait effectué le remboursement d'une fraction importante des emprunts contractés auprès du F.M.I. et de la Suisse.

La livre sterling pouvait difficilement être comptée au nombre des monnaies fortes étant donné, d'une part, que la balance des paiements était aidée par la rigueur

des contrôles frappant les exportations de capitaux et, d'autre part, que la Banque d'Angleterre avait dû contracter des engagements étendus pour maintenir dans d'étroites limites le coût de la couverture à terme du sterling. Les autorités se rendaient compte que la livre occupait une position assez peu confortable dans la structure des taux de change, et que la prudence s'imposait dans la conduite de la politique économique intérieure. Néanmoins, ni le marché, ni les milieux officiels ne prévoyaient qu'une crise majeure allait éclater quelques mois après.

Aussi, les dispositions budgétaires d'avril 1967 n'avaient-elles apporté aucun changement significatif à la politique suivie : le budget devait revêtir un caractère neutre du point de vue de ses répercussions sur l'économie. La production devait, selon les prévisions, s'accroître de 3% environ, pourcentage assez voisin de celui de l'accroissement de la capacité productive, et l'augmentation des ventes à l'étranger devait, estimait-on, constituer une composante dynamique de la demande.

Ces prévisions avaient toutefois été rapidement bouleversées par des événements politiques et économiques survenus tant à l'extérieur qu'à l'intérieur du Royaume-Uni, événements dont on ne saurait évaluer dans chaque cas l'importance quantitative. C'est la conjugaison et le cumul de leurs effets qui ont provoqué la réapparition d'un important déficit extérieur et réduit presque à néant la confiance en la possibilité de maintenir la parité du taux de change. Après l'afflux massif de capitaux, de janvier à avril, la Banque d'Angleterre a dû commencer à apporter un soutien au sterling en mai, et une fuite massive s'est bientôt manifestée devant la monnaie, les sorties de fonds atteignant leur maximum en juillet et en novembre. Au nombre des facteurs ayant contribué à donner de l'intensité à ce mouvement, il y a lieu de mentionner :

1. Le coup sévère porté à la confiance envers la livre par l'ouverture des hostilités au Moyen-Orient au début de juin. Les conversions effectives d'avoirs en livres des pays de cette zone n'ont pas été considérables mais, en raison de la menace qu'elles faisaient peser sur les réserves de la Grande-Bretagne, elles ont exercé une influence sur le comportement d'autres détenteurs de sterling. De surcroît, l'embargo sur les ventes de pétrole brut à la Grande-Bretagne décrété par les producteurs du Moyen-Orient et la fermeture du Canal de Suez ont imposé à bref délai des charges accrues à la balance des paiements du Royaume-Uni dans les postes «Frets» et «Importations de combustibles». Par ailleurs, les difficultés rencontrées à l'occasion de la demande d'admission de la Grande-Bretagne au Marché Commun ont contribué à peser sur la confiance envers la livre.

2. La demande considérable de crédit sollicité auprès des banques et des marchés des capitaux aux Etats-Unis entraîna au mois d'avril un renversement de la tendance au fléchissement des taux d'intérêt en dollars. A la suite de ce

revirement, l'avantage dont jouissait le sterling sur le plan de l'arbitrage d'intérêt a été réduit progressivement.

3. Le ralentissement, au lieu de la progression escomptée, des exportations de la Grande-Bretagne par rapport au niveau élevé de janvier, au fur et à mesure que l'activité économique dans les pays du continent européen marquait une pause ou s'inscrivait en recul. En même temps, les importations se maintenaient à un niveau bien supérieur à celui des quatre derniers mois de 1966. Dans ces conditions, la balance de base des paiements a enregistré un déficit pendant les deuxième et troisième trimestres de 1967.

4. Le recul sensible des exportations, qui a eu tendance à déprimer le niveau général d'activité pendant les deuxième et troisième trimestres, faisait redouter une forte progression du chômage pendant l'hiver. Pour cette raison, les autorités ont orienté leur politique dans le sens d'une relance modérée malgré les risques auxquels ces aménagements exposaient le sterling. Les taux d'intérêt avaient été abaissés à la suite de trois réductions du taux officiel de l'escompte (ramené à 5 ½ %) intervenues au début de 1967. Les perspectives d'une nouvelle détente des taux, partant d'une hausse des cours des Fonds d'Etat, étant devenues moins favorables pendant le printemps, le Trésor a été dans l'impossibilité de maintenir le rythme des ventes de ses titres au marché et fut dans la nécessité d'avoir recours aux banques et d'emprunter massivement à court terme pendant le deuxième trimestre, créant ainsi les liquidités permettant une expansion accélérée du crédit bancaire à la fin du premier semestre. Les avances des London clearing banks au secteur privé qui n'étaient plus plafonnées depuis avril ont progressé à une cadence annuelle de presque 20% pendant le troisième trimestre. Par ailleurs, les conditions générales des ventes à tempérament ont été assouplies en juin, puis en août. Enfin, les pouvoirs publics ont annoncé un relèvement des prestations de la Sécurité Sociale pour l'automne, et les transferts de moyens financiers en faveur des sociétés ont été accrus par l'accélération du versement des primes d'investissement pour l'équipement et l'établissement d'un système de subventions destinées à accroître l'emploi, dans les industries de transformation établies dans des zones de développement. Ces aménagements étaient de nature à augmenter sensiblement les besoins d'emprunt du Trésor et à accroître le risque d'instabilité monétaire; en outre, ils faisaient planer des doutes quant à la résolution des autorités à donner la priorité au problème de la balance des paiements.

5. La reprise, à compter de la fin juin, de la progression accélérée des salaires, dont le blocage avait pris fin en décembre 1966, mais qui restèrent soumis à des restrictions sévères pendant le premier semestre de 1967. Ce mouvement constituait une menace incontestable pour la capacité de concurrence de l'industrie britannique. En 1967, les taux des salaires horaires ont augmenté de 6,2%, dont la moitié

environ représentait l'exécution d'engagements pris avant l'entrée en vigueur des mesures de blocage.

6. La grève non contrôlée par les syndicats, qui a éclaté fin septembre dans les docks de Liverpool et a bientôt gagné le port de Londres. En lui-même, ce conflit portait atteinte à la confiance, mais comme il a touché plus lourdement les exportations que les importations, les statistiques du commerce extérieur du mois d'octobre ont été assez décevantes.

Si la fuite devant la livre, de juin à novembre, présentait incontestablement à certains égards un caractère spéculatif, elle résultait en majeure partie des dispositions prises par des entreprises industrielles et commerciales et par des institutions financières tant britanniques qu'étrangères pour se garantir contre des pertes de change. Les événements défavorables de 1967, l'histoire des crises précédentes, en particulier les importants déficits extérieurs de 1964 à 1966, la constatation que les mesures déflationnistes de juillet 1966 n'avaient pas abouti à des ajustements durables, prouvaient à l'évidence que le risque devait être pris au sérieux. Le gouvernement hésitait à injecter une nouvelle dose de déflation dans l'économie, en raison du niveau relativement élevé du chômage; les seules mesures prises pour enrayer les sorties de capitaux furent deux augmentations d'un demi-point, en octobre et novembre, du taux officiel de la Banque d'Angleterre. En fin de compte, la fuite devant la livre atteignit des proportions énormes.

En raison de l'accélération persistante du rythme des prélèvements sur les réserves et sur les lignes de crédit disponibles, les autorités se sont trouvées devant le problème de dévaluer ou de poursuivre le combat pour le maintien de la parité existante. Dans un cas comme dans l'autre, il fallait introduire de nouvelles mesures restrictives et obtenir des lignes de crédit supplémentaires. Les autorités ont vraisemblablement estimé qu'en procédant à une dévaluation raisonnable, la Grande-Bretagne s'endetterait moins envers l'étranger et que l'expansion économique en serait moins affectée.

La décision de dévaluer le sterling a été annoncée le 18 novembre.

* * *

Si les causes immédiates de la dévaluation de la livre ont revêtu en partie un caractère accidentel, c'est toutefois dans l'historique des accès de faiblesse des années précédentes qu'il importe de rechercher son origine. La question se pose par conséquent de savoir pourquoi la livre a été exposée à des crises répétées, et pourquoi les politiques restrictives poursuivies au cours de périodes antérieures n'ont pas abouti à créer, sur le plan extérieur, une base solide susceptible de favoriser une

croissance économique sans à-coups. Après la dévaluation de 1949, pour quelles raisons un nouveau rajustement de parité est-il devenu nécessaire en 1967 ?

Etant donné que le système de taux de change fixes n'exclut pas des rajustements de parités pour répondre à des modifications en profondeur survenues dans les économies nationales ou dans l'économie mondiale, on peut être tenté de considérer que le maintien de la parité du sterling pendant presque vingt ans constitue une performance assez satisfaisante. Ce jugement n'est pas convaincant, parce que nombre d'autres pays ont obtenu des résultats meilleurs et que, dans les dévaluations du type classique, il n'est pas difficile de déceler un manque de discipline sur le plan monétaire.

Au cours de l'immédiat après-guerre, plusieurs pays ont dû s'attaquer au problème du rétablissement de la stabilité de leur monnaie. Certains ont atteint cet objectif en procédant à une réforme monétaire (Allemagne fédérale, Pays-Bas); d'autres, après avoir accepté l'inflation des prix, conséquence du gonflement des liquidités pendant le conflit, ont adopté une nouvelle parité de change (Italie). La Grande-Bretagne n'a ni entrepris une réforme monétaire, ni accepté rapidement une fois pour toutes l'inflation des prix. Le contrôle des prix et le rationnement ont été maintenus en vigueur et dans la mesure où les déficits extérieurs ne pouvaient être évités par l'imposition de restrictions aux échanges et aux paiements, il y était fait face grâce à de l'aide et à des prêts consentis par l'étranger. Un taux bas de constitution de l'épargne privée et la mise en route accélérée d'un vaste programme de réformes sociales ont compliqué les problèmes d'ajustement.

En dépit d'un redressement très appréciable des comptes extérieurs de la Grande-Bretagne depuis la fin de la guerre, la situation de la balance des paiements donnait encore, en 1949, des signes de faiblesse et faisait ressortir, à cette époque, un déséquilibre chronique des paiements avec la zone dollar. A la suite du ralentissement de l'activité aux Etats-Unis (1948-49), les recettes en dollars de la Grande-Bretagne et de divers pays de la zone sterling ont fléchi. Ce mouvement a été en partie à l'origine de la perte de réserves qui précipita la dévaluation du sterling.

En 1949, la dévaluation de la livre n'a pas été réalisée dans un contexte multilatéral visant à construire une base solide pour l'ensemble des règlements mondiaux. Conscients d'une pénurie de dollars, plusieurs pays étaient dans l'incertitude quant à l'évolution probable de leur capacité de concurrence, d'autant plus que le Royaume-Uni et la zone sterling leur offraient d'importants débouchés. De nombreux pays situés en dehors de la zone dollar ont, par conséquent, dévalué leur monnaie d'un pourcentage égal à celui de la dépréciation de la livre. De la sorte, l'amélioration du potentiel de concurrence de l'industrie britannique sur les marchés étrangers, et l'effet de contraction sur les importations du Royaume-Uni

ont été beaucoup moins étendus que le pourcentage de dépréciation (30,5%) aurait pu le laisser supposer. Les méfaits de cette dévaluation improvisée et assez généralisée des monnaies ne se sont pas manifestés immédiatement; ils ont néanmoins joué un rôle crucial dans les difficultés de paiements qui ont fait leur apparition au cours des années suivantes.

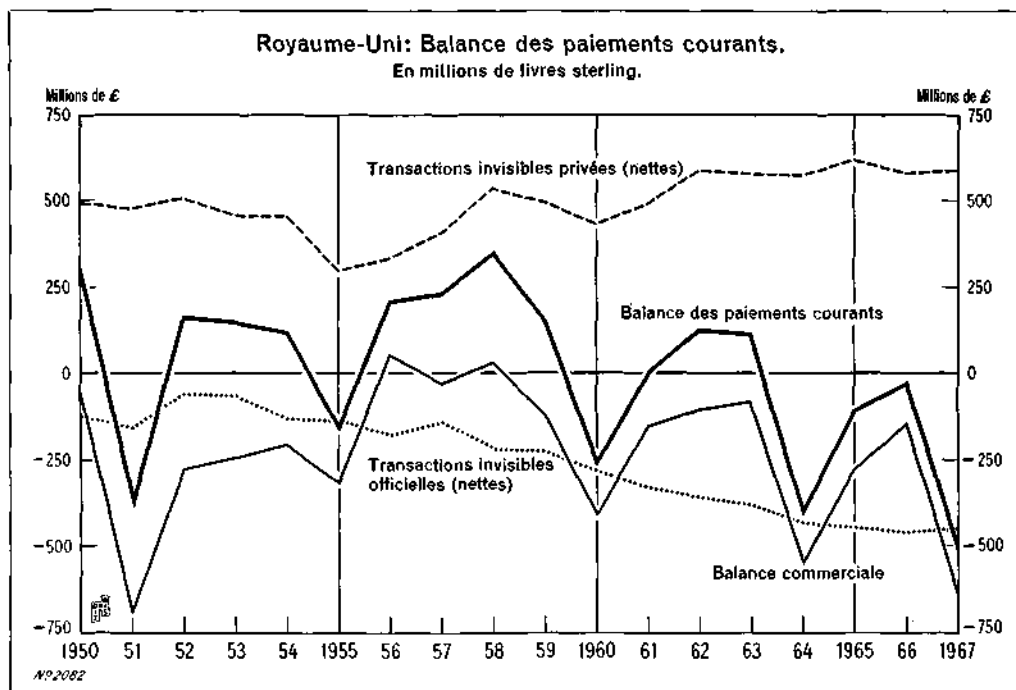
Il est impossible d'isoler l'effet net de la modification de parité sur la balance des paiements de la Grande-Bretagne, car moins de douze mois plus tard, la structure d'ensemble des transactions internationales a été plongée dans la confusion à la suite de l'ouverture des hostilités en Corée et de la mise en route de programmes massifs de réarmement, dont les répercussions sont venues s'ajouter à celles d'une recrudescence excessive de l'activité dans le monde. Avec le retour à des conditions plus normales vers le milieu de la période 1950-60, la situation de base des paiements extérieurs de la Grande-Bretagne faisait toutefois ressortir, dans l'ensemble, une amélioration modérée, l'ajustement ayant été réalisé plus qu'en totalité dans les transactions avec la zone dollar qui ne soulevaient plus de problèmes particuliers. De nombreux autres facteurs ont favorisé cette évolution, mais la dévaluation de la livre a incontestablement joué un rôle essentiel dans le rétablissement de l'équilibre des paiements en dollars du Royaume-Uni. L'absence d'amélioration de la position de la Grande-Bretagne envers d'autres pays ne faisant pas partie de la zone sterling donne à penser que la nouvelle structure des taux de change n'était pas adaptée à la situation telle qu'elle se présentait dans ces pays après que ceux-ci eurent achevé leur reconstruction après-guerre, laquelle s'était effectuée à une cadence plus lente que celle de la Grande-Bretagne.

L'affaiblissement relatif de la position du Royaume-Uni, au fur et à mesure de la reconstruction du potentiel productif à l'étranger, a été toutefois étalé sur plusieurs années; il aurait donc pu être enrayé si la stabilité du niveau intérieur des coûts de production et des prix avait été rétablie. En 1949, la demande revêtait toujours un caractère excessif et l'inflation était combattue par un système de rationnement (d'ailleurs efficace dans l'ensemble) et par l'application de mesures de contrôle des prix et des revenus. Les mesures prises pour appuyer la dévaluation n'avaient pas pour but de ramener la demande à un niveau permettant un assouplissement des mesures de contrôle; elles tendaient simplement à faciliter un nouveau transfert de ressources vers les branches travaillant pour l'exportation; le niveau du chômage, qui a effectivement fléchi au cours de l'année suivante, l'établit. Tant que les contrôles ont conservé leur efficacité, la pression exercée par la demande ne s'est pas reflétée en totalité sur la balance des paiements. Mais, elle menaçait en permanence de remettre en question les mesures de contrôle, et de rendre l'économie britannique particulièrement vulnérable aux bouleversements consécutifs aux transformations accélérées de la situation économique mondiale en 1950 et 1951.

En 1950, la recrudescence d'activité aux Etats-Unis et l'intensification du mouvement de reprise de l'industrie européenne ont commencé à accaparer les ressources nationales disponibles et à faire pression sur les approvisionnements en matières premières en provenance des pays producteurs. Cette évolution a dégénéré en un mouvement d'inflation caractérisé en raison de la guerre de Corée et des répercussions escomptées des programmes de réarmement. La production industrielle dans le monde s'est accrue de 13%, les prix ont partout augmenté et on a assisté à une montée spectaculaire des cours mondiaux des matières premières qui ont presque doublé avant le revirement de tendance du printemps 1951.

Dans un tel climat, la balance des paiements courants du Royaume-Uni, à peu près équilibrée en 1949, a fait apparaître un excédent de plus de £300 millions en 1950, suivi, en 1951, d'un déficit encore plus considérable (£370 millions) entraînant une grave crise des changes. Le trait principal du redressement noté en 1950 a été une augmentation de l'excédent des transactions invisibles mais, en dépit de l'évolution défavorable des termes de l'échange, la situation de la balance commerciale s'était également améliorée, parce que les importations ont été maintenues aux environs de leur niveau de 1949, à la suite de l'introduction de nouvelles mesures restrictives, de sorte que les stocks de produits importés ont été réduits. Les exportations ont augmenté de 14% sous l'effet combiné de la dévaluation et de l'activité croissante de la demande dans le monde. Le revirement de 1951 s'est produit presque entièrement du côté de la balance commerciale où, en dehors d'une nouvelle aggravation des termes de l'échange, le facteur prépondérant a été une progression de 11% du volume des achats à l'étranger provoquée par la reconstitution des stocks, l'acquisition par priorité de biens destinés au réarmement et la mise en route des premières dispositions du programme de libération de l'O.E.C.E. Les exportations, en concurrence avec les industries d'armement pour l'obtention de certaines ressources, ont diminué de 1%. L'effet de ces fluctuations sur les réserves de la Grande-Bretagne a encore été accentué par des variations dans le même sens qui se sont produites dans d'autres pays de la zone sterling.

Nombre de difficultés éprouvées par le Royaume-Uni en 1951 étaient de nature à se résoudre d'elles-mêmes: le processus de reconstitution des stocks avait revêtu une ampleur exceptionnelle, et, vers la fin de l'année, les termes de l'échange s'orientaient déjà en faveur de la Grande-Bretagne. En raison du fléchissement des revenus, conséquence du recul des cours des matières premières, le volume des achats à l'étranger des autres pays membres de la zone sterling devait diminuer. A cet égard, la crise a mis en relief l'insuffisance des réserves du Royaume-Uni, en même temps qu'elle faisait ressortir le danger que constituait l'existence de dettes considérables en sterling; toutefois, d'autres difficultés rencontrées pendant la même période se sont révélées d'une importance plus durable.



L'augmentation importante des dépenses militaires annoncée en 1950 n'a pas été accompagnée de réductions dans d'autres composantes de la demande intérieure. La demande globale s'est maintenue jusqu'en 1958 à un niveau très élevé; le pourcentage des chômeurs par rapport aux effectifs disponibles a été inférieur à 1,5% pendant toute la période 1950-57 à l'exception de 1952-53. Cette évolution a provoqué une intensification de la pression sur les prix en même temps qu'elle exerçait une influence directe sur la balance des paiements. De leur côté, les industries d'armement accaparaient le potentiel de production des industries sidérurgiques et de constructions mécaniques, ce qui a eu pour effet de limiter l'exportation et les investissements domestiques.

L'application de la nouvelle politique de défense nationale a également provoqué un accroissement des dépenses militaires à l'étranger. Pendant la majorité de la décennie 1950-60, ces décaissements ont été compensés en partie par des recettes au titre de l'aide militaire. Toutefois, comme ces engagements antérieurs ont été maintenus après 1960, les charges nettes imposées à la balance des paiements se sont constamment alourdies.

Un autre développement d'incidence durable, au cours de cette période, a été l'inflation des coûts de production amorcée par le mouvement de hausse des prix des produits importés. De janvier 1950 à juin 1951, l'indice global des prix des produits importés a progressé de 59% et les prix des matières premières importées

ont plus que doublé. Cette évolution défavorable s'est immédiatement répercutée sur les coûts de production avec des conséquences particulièrement graves pour la Grande-Bretagne, étant donné le pourcentage élevé des importations dans la production globale. En outre – et ce fut la conséquence la plus grave à long terme – une période de modération qui durait depuis deux ans sur le front des salaires a pris fin au cours des derniers mois de 1950. Les conditions qui avaient motivé l'abandon de la modération paraissent avoir donné naissance à des critères en matière de revendications salariales qui ont été maintenus ultérieurement, alors que ces conditions initiales n'étaient plus remplies. Quoi qu'il en soit, la pression persistante exercée par les salaires sur les coûts de production et les prix a sérieusement entravé, au cours des années suivantes, le processus d'ajustement de l'économie.

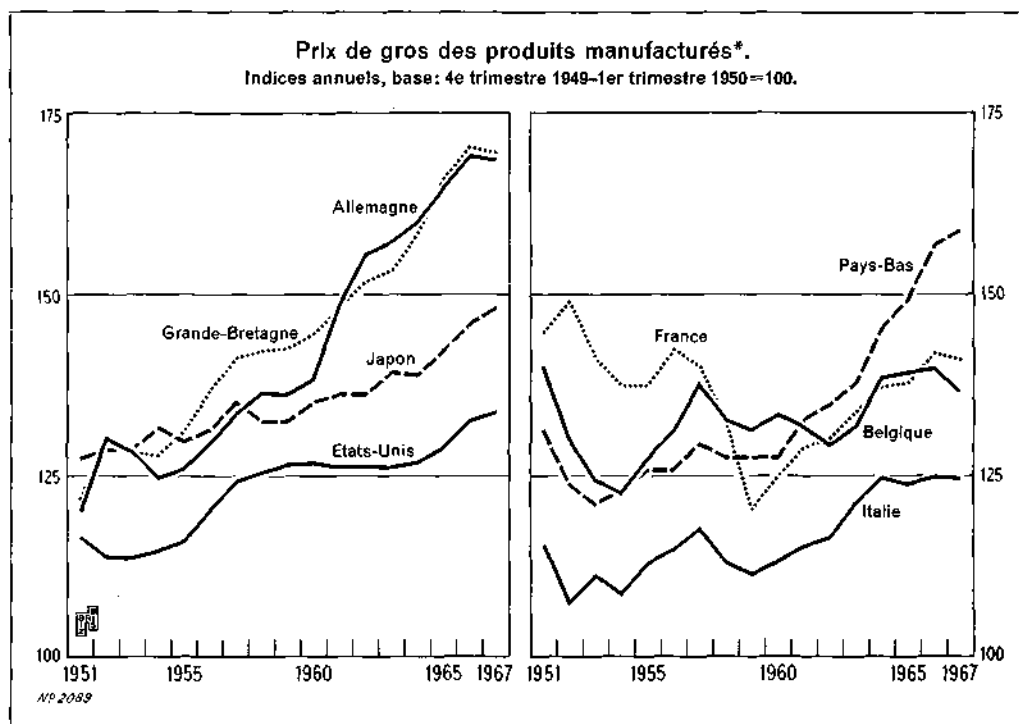
Sous l'effet du renforcement des mesures de contrôle des importations, la balance de base des paiements a fait apparaître un excédent en 1952. De 1952 à 1959, les surplus de la balance des transactions courantes ont atteint £1,2 milliard au total. En raison de la surveillance très stricte des exportations de capitaux, sauf lorsque celles-ci étaient destinées à financer des investissements dans la zone sterling, la balance générale a laissé un léger excédent. Les autorités soulignaient la nécessité d'accroître les réserves, mais cet objectif n'a pas été atteint. En revanche, le Royaume-Uni a été en mesure de se passer d'aide étrangère, de rétablir la convertibilité extérieure de la livre, de desserrer les contrôles imposés à son économie et les restrictions quantitatives frappant les échanges avec l'étranger. Ce tableau pouvait créer l'impression que la balance des paiements ne soulevait pas un problème d'une gravité exceptionnelle. En fait, la situation des finances extérieures a pu tout juste être tenue en main grâce au recul persistant, après la guerre de Corée, du cours des matières premières importées, et, à partir de 1955, au prix d'une stagnation prolongée de l'économie britannique.

Le marché des changes a été soumis à des pressions répétées au cours de la période 1955–57. Après un développement accéléré de l'activité à l'intérieur du Royaume-Uni en 1953 et 1954, l'excès manifeste de la demande a provoqué une aggravation de la balance des paiements. Des restrictions de crédit furent imposées pour faire face à la pression sur le sterling au début de 1955, mais le budget présenté en avril prévoyait une réduction d'impôts directs exerçant des effets en sens opposé. Ce mélange de mesures économiques n'a pas permis de modérer la surchauffe et la livre sterling a été soumise à des pressions plus accentuées au cours de l'été. Les sorties de capitaux ont été intensifiées par des bruits d'un retour à la convertibilité, accompagné d'un élargissement des marges de fluctuation du cours de change. Néanmoins, la cause profonde de la crise se trouvait dans l'aggravation de la position de la balance des paiements résultant, dans une large mesure, de l'échec de la politique visant à limiter les excès de la demande.

Tout autre a été la nature des crises de 1956 et 1957. La demande intérieure ayant été freinée plutôt brutalement, pendant la seconde moitié de 1955, l'économie de la Grande-Bretagne fut en état de stagnation pendant les trois années suivantes. De moins de 1% des effectifs disponibles en 1955, le taux de chômage dépassa 2% à la fin de 1958, année caractérisée par une pause généralisée et par un recul d'activité en Europe. L'arrêt de la croissance économique a été suivi d'un redressement très appréciable de la balance des paiements. De 1956 à 1958, la balance de base des paiements a fait apparaître des surplus chaque année, et la balance commerciale a été excédentaire deux années sur trois. Ces crises de change n'avaient, par conséquent, pas de liens directs avec des fluctuations à court terme de la balance des paiements. La fuite devant la livre au cours du deuxième semestre de 1956 était due essentiellement à un mouvement de défiance provoqué par l'ouverture des hostilités au Moyen-Orient. Les difficultés de l'année suivante ont eu d'étroits rapports avec l'éventualité d'une revalorisation du deutsche mark. En 1957, la pression sur les réserves du Royaume-Uni a été intensifiée par l'aggravation simultanée de la situation de la balance des paiements des autres Etats membres de la zone sterling avec les pays situés en dehors de celle-ci. Ces crises ont montré, une nouvelle fois, que la disparité persistante entre le niveau des réserves et celui des engagements en sterling pouvait à elle seule engendrer des pressions sur le cours du change. On remarquera cependant que, par la suite, toutes les attaques dirigées contre le sterling ont eu pour origine l'affaiblissement de la balance de base des paiements du Royaume-Uni.

Pour faire face aux sorties de fonds, en 1956 et 1957, les autorités ont eu recours à des emprunts à l'étranger. L'élargissement ultérieur des octrois de crédits internationaux a contribué à faciliter le problème posé par l'insuffisance des réserves détenues par la Grande-Bretagne. Ces arrangements financiers ne pouvaient toutefois pas résoudre les problèmes fondamentaux de la balance des paiements, qui se sont accentués à partir de 1960.

En raison de l'aggravation ultérieure de la situation des comptes du Royaume-Uni avec l'étranger, il n'est pas sans intérêt d'examiner quelle était la position fondamentale du pays à la fin de la période 1950-60. A cette époque, la Grande-Bretagne avait perdu, sur le plan commercial, les avantages dont elle bénéficiait en 1949, du fait de son plus rapide rétablissement après-guerre; elle ne pouvait plus compter, à l'intérieur ou à l'étranger, sur une protection sérieuse résultant des discriminations qui frappaient les marchandises en provenance de la zone dollar. Néanmoins, la balance commerciale était excédentaire en 1958, et la balance des paiements courants faisait apparaître un surplus de £350 millions, niveau correspondant à l'excédent annuel moyen jugé nécessaire par les rédacteurs de l'Economic Survey de 1953, mais inférieur aux £450 millions par an mentionnés



* Ajustés pour tenir compte des modifications des parités.

en 1958, lors des dépositions du Trésor devant le Comité Radcliffe. De surcroît, 1958 pouvait difficilement être considérée comme une année particulièrement représentative. Les prix des produits importés avaient fléchi de 8% par rapport à 1957; en l'absence de ce mouvement, l'excédent de paiements courants aurait été probablement de l'ordre de £50 millions. En outre, 1958 a marqué la troisième année successive de stagnation de l'activité, mais elle a été aussi, dans d'autres pays industrialisés, une année de récession entraînant un recul des ventes de la Grande-Bretagne à l'étranger. En tenant compte de tous ces facteurs, il semble que l'excédent réel des transactions courantes était réduit; il ne permettait pas de faire face aux sorties normales de capitaux à long terme, à plus forte raison à des sorties massives.

Au cours des années précédentes, la position de la Grande-Bretagne envers l'étranger dans le domaine des coûts de production et des prix ne s'était pas améliorée; les résultats obtenus à cet égard avaient été plus décevants avant 1959 que pendant les cinq années suivantes, caractérisées par une inflation accentuée des prix dans d'autres pays européens. L'excédent de demande a certainement contribué à faire monter les prix de gros jusqu'en 1956 approximativement, et les tensions sur le marché du travail ont, en particulier, provoqué un alourdissement des charges salariales. Les coûts de production ont été soumis, de surcroît, à des

pressions de caractère autonome, les augmentations accordées lors des négociations de salaires ayant atteint un pourcentage supérieur à celui de l'accroissement de la productivité. Nombre de facteurs ont contribué à donner à cette poussée de hausse des salaires un caractère assez grave: en plus des conditions ayant abouti à l'abandon déjà mentionné de la politique de modération en 1950, il y a lieu de relever une série de faiblesses des organisations ouvrières, dont la structure, trop fragmentée, a été à l'origine d'une vague presque ininterrompue de négociations à l'issue desquelles les conditions obtenues dans les branches à plus forte productivité étaient rapidement étendues à l'ensemble de l'économie. Le comportement des parties en présence a joué, à cet égard, un rôle capital: certaines organisations ouvrières se préoccupaient plus d'assurer à leurs adhérents un pourcentage aussi élevé que possible de la production nationale, que d'appuyer un mouvement de croissance économique, tandis que, pour leur part, les autorités n'osaient pas recourir à une politique des revenus pour faciliter la stabilité des coûts de production et des prix.

Royaume-Uni: Balance des paiements.

Postes	1952-59	1960-67
	moyenne annuelle, en millions de livres sterling	
Déficit de la balance commerciale	- 140	- 295
Transactions invisibles du secteur public (chiffres nets)	- 145	- 395
<i>dont:</i>		
<i>Transactions de caractère militaire</i>	- 70	- 235
Transactions invisibles du secteur privé (chiffres nets)	+ 435	+ 555
Balance des paiements courants	+ 150	- 135
Mouvements de capitaux à long terme (chiffres nets)	- 175	- 140
Balance de base des paiements	- 25	- 275
Erreurs et omissions	+ 55	+ 75
Balance totale	+ 30	- 200

Les faiblesses fondamentales de la position extérieure de la Grande-Bretagne sont apparues au grand jour lorsque la politique économique s'est orientée vers la croissance en 1959 et 1960. Il existe un contraste frappant entre la situation moyenne de la balance des paiements pendant la période 1960-67 et celle des huit années précédentes. De 1960 à 1967, les dépenses du gouvernement à l'étranger, pour la défense en particulier, ont été beaucoup plus considérables et le déficit de la balance commerciale a doublé, en partie du fait des répercussions cumulatives des facteurs agissant sur la capacité de concurrence de la Grande-Bretagne, en partie, sans doute, en raison de la recrudescence (pendant toute la période) de la pression de la demande sur les ressources productives: d'un autre côté, on ne pouvait plus compter sur l'assistance procurée antérieurement par l'affaiblissement des cours des matières

premières importées. En dépit d'une progression continue des gains des « invisibles privés » et du ralentissement des sorties de capitaux privés à long terme sous l'effet de contrôles de plus en plus stricts, la balance des paiements a fait ressortir un déséquilibre de base de plus de £2 milliards au total pendant ces huit années, et un déficit global de £1,6 milliard.

En présentant en 1959 un budget expansionniste, les autorités ont marqué, par un changement de politique, leur volonté de sortir le pays de la stagnation. En conséquence, le produit national brut, exprimé en termes réels, a augmenté de plus de 8%, de 1958 à 1960. En même temps, le pourcentage des chômeurs est tombé à 1 ½% des effectifs disponibles. Mais les importations ont progressé d'un cinquième environ et, malgré un développement des exportations dû à une recrudescence de la demande en provenance de l'étranger, le léger excédent de la balance commerciale enregistré en 1958 a fait place, en 1960, à un déficit de plus de £400 millions. De surcroît, en raison notamment de l'accroissement des dépenses du gouvernement à l'étranger, l'excédent des opérations invisibles a été réduit de moitié. Moins de deux ans après la reprise du mouvement d'expansion à l'intérieur, la situation de la balance des paiements est devenue très difficile, en partie à cause du stimulant excessif donné à la demande, entraînant un développement très rapide de l'activité. Ce tableau d'ensemble donnait ainsi à penser que la livre sterling occupait, dans la structure des taux de change, une position défavorable et que le déficit extérieur était ce que l'on pourrait appeler, dans le langage technique, un déséquilibre fondamental. Ce jugement, dont l'évidence ne s'imposait pas à la seule analyse de la situation du Royaume-Uni, devenait inévitable face à la position d'autres pays où le mouvement d'expansion n'avait pas porté atteinte à la valeur externe de la monnaie.

La crise des changes a été retardée, pendant quelque temps, en raison d'un afflux considérable de devises de pays ne faisant pas partie de la zone sterling: l'écart entre les taux d'intérêt était en effet favorable à la livre; de plus, ce mouvement s'est vraisemblablement accentué sous l'effet des doutes qui ont provoqué une vive agitation sur le marché de l'or. La réaction est intervenue cependant, au printemps 1961, déclenchée par les sorties de fonds de caractère spéculatif qui ont fait suite à la réévaluation du deutsche mark et du florin néerlandais.

En tenant compte de cette situation, il est permis de se demander — même en se replaçant dans les conditions de l'époque — si un aménagement de la parité n'aurait pas été souhaitable. La défense de la parité existante appelait quelques sacrifices dans le domaine de la croissance économique; en outre, les réserves monétaires n'avaient pas pu être reconstituées pendant les dix années précédentes; enfin, il avait fallu maintenir un contrôle sur les exportations de capitaux. Tels étaient les arguments en faveur d'un certain rajustement du taux de change; contre

cette conclusion cependant, les raisons invoquées pesaient également lourdement. L'économie britannique était sous l'influence d'une demande excessive qui devait être éliminée en tout état de cause; le degré de surévaluation de la livre ne paraissait pas considérable et une amélioration de la position compétitive (pendant quelques années) pouvait permettre de le corriger; il était aussi possible de renverser la tendance à l'accroissement des dépenses du gouvernement à l'étranger. Compte tenu de ces éléments, une considération joua un rôle décisif: la livre étant monnaie de réserve de la zone sterling, une dévaluation constituait évidemment, pour la Grande-Bretagne et les mécanismes de la zone, une source de difficultés prolongées. En d'autres termes, un changement de parité aurait pu être plus facilement envisagé par un pays dont la monnaie n'aurait pas été une monnaie de réserve et qui se serait trouvé dans la même situation. Pour les autorités britanniques, ce fut un acte courageux et conforme à l'intérêt national que d'essayer de l'éviter.

On ignore au juste si les autorités de Londres avaient envisagé de rajuster le taux de change à cette époque. Quoi qu'il en soit, elles ont décidé d'appliquer l'autre politique, tout en s'efforçant d'obtenir une vue plus claire de la nature du problème. La confiance envers la livre a été rétablie grâce à l'introduction de mesures budgétaires et monétaires énergiques, et à la conclusion des premiers arrangements de Bâle destinés à renforcer les réserves. Le programme d'ajustement comportait un certain nombre de traits nouveaux. Les augmentations de salaires étaient interdites pendant six mois et des dispositions prises pour faire de la politique des revenus un moyen d'action permanent. En outre, les autorités ont eu recours à une action directe en vue de corriger le déficit des paiements (adoption d'un programme de compression des dépenses du gouvernement à l'étranger, plafonnement de l'aide au développement, contrôle renforcé des investissements directs dans les pays ne faisant pas partie de la zone sterling).

C'était un programme qui ne manquait ni de sévérité ni de réalisme; il provoqua un retournement de la situation des comptes extérieurs et l'apparition de légers excédents de paiements courants en 1962 et en 1963. L'importance modeste de ces excédents n'était cependant pas rassurante, eu égard à la marge considérable de ressources productives inutilisées; plus inquiétante encore était la réserve que les organisations ouvrières manifestaient à l'égard de la politique des revenus. Dès la fin de la période de blocage, les salaires ont augmenté une fois de plus à une cadence excessive.

Au début de 1963, la poursuite d'une politique restrictive se révélait difficile, en raison du chômage auquel elle donnait naissance. Cette situation a été aggravée par la rigueur exceptionnelle de l'hiver; par ailleurs, la lenteur du

mouvement de croissance économique, depuis 1955, causait des déceptions de plus en plus profondes, et l'opinion publique exprimait une préférence de plus en plus marquée pour une politique d'expansion. D'après des thèses nouvelles émises à cette époque, le maintien d'un taux de croissance régulier et élevé pouvait apporter, à long terme, la véritable solution du problème du redressement de la livre. L'expansion encouragerait fortement l'amélioration de la productivité. Combinée avec une modération suffisante en matière de relèvement de salaires, l'augmentation de la productivité provoquerait, à son tour, un renforcement de la capacité de concurrence de l'industrie britannique. Un redressement fondamental ne serait obtenu, en fin de compte, que si l'expansion, l'amélioration de la productivité et la modération en matière de salaires étaient activement poursuivies, même s'il pouvait en résulter, au premier stade, des conséquences dommageables pour la balance des paiements. Après d'abondantes controverses dans la presse, les autorités ont adopté cette stratégie, et l'expérience a débuté avec l'administration, dans le budget de 1963, de puissants stimulants à la demande intérieure. Le but était un taux de croissance de plus de 4% par an. Du côté de la balance des paiements, les objectifs étaient définis en des termes assez vagues, mais les autorités avaient annoncé qu'elles engageraient les réserves et qu'elles effectueraient, en cas de besoin, des tirages sur le F.M.I. pour soutenir la livre en attendant le jour de son redressement; c'était reconnaître du même coup que le sterling était quelque peu surévalué.

Au bout d'un an seulement, l'application de ces doctrines nouvelles se heurtait à des difficultés et, dès l'été 1964, il apparaissait évident qu'une orientation vers une politique restrictive s'imposait. Comme des élections générales devaient avoir lieu au mois d'octobre suivant, les autorités ont pris le risque calculé de différer l'application de nouveaux correctifs. Cette inaction a eu, sur la balance des paiements, des répercussions plus profondes qu'on ne le prévoyait. En 1964, le déficit de la balance commerciale a atteint presque £550 millions, reflétant entre autres un accroissement de 30% des importations de produits finis. La situation de la balance des paiements courants s'est renversée pour faire apparaître un déficit de plus de £400 millions. Le volume des sorties nettes de capitaux ayant été exceptionnellement élevé, le déficit de base est monté en flèche, atteignant £775 millions. Vers la fin de l'année, une crise grave a éclaté sur le marché des changes.

En examinant la situation à froid, le nouveau gouvernement aurait pu procéder à une dévaluation immédiate, dans le cadre d'un programme d'ajustement en profondeur comportant obligatoirement une action restrictive efficace sur l'excédent de demande. Comme on peut le constater en consultant le graphique page 12, le déficit de paiements a progressivement augmenté au cours des cycles

économiques successifs. On ne saurait prétendre, cependant, qu'à cette époque, la dévaluation paraissait inévitable trois ans plus tard; encore aurait-il fallu que le pays se pliât aux disciplines nécessaires. Or, l'opinion n'était guère d'humeur à supporter un retour à la stagnation, à sacrifier le niveau très élevé de l'emploi, ou à soutenir une politique de très grande modération en matière de salaires. En tout état de cause, le gouvernement a immédiatement fait part de son intention de maintenir la parité existante. En fait, ce maintien a été assuré, non pas en réservant à l'ajustement des comptes extérieurs la priorité dont cet objectif devait bénéficier, mais en comblant les déséquilibres au moyen d'emprunts à l'étranger et de prélèvements sur les réserves jusqu'à l'effondrement.

Pour faire face à la crise de novembre 1964, les autorités ont, d'une part, entrepris une action directe sur le déficit de la balance commerciale (taxe complémentaire sur certaines catégories d'importations, dégrèvements partiels d'impôts frappant les exportations) et, d'autre part, alourdi la fiscalité. A cette époque également, elles ont mis en place des mécanismes en vue de l'élaboration d'une politique des prix et des revenus capable de fonctionner. Complétées par des restrictions de crédit, ces mesures ont constitué les grandes lignes de la politique économique jusqu'à l'été 1966. Il s'agissait de corriger le déficit extérieur en faisant appel, en cas de nécessité, à une action directe sur la balance des paiements, mais d'éviter une contraction excessive de la demande intérieure. Cette tentative, appuyée par l'octroi d'un soutien puissant à la livre par l'étranger, a permis de contenir les tensions qui ont fait une fois de plus leur apparition sur les marchés des changes au printemps et en été 1965, mais la pression de la demande sur l'économie a refusé obstinément de fléchir.

Deux facteurs ont, en particulier, contribué à provoquer une aggravation de la situation au cours de la période considérée. Malgré l'insistance mise, depuis 1964, sur la nécessité d'une modération en matière de revenus, le rythme des relèvements de salaires s'est accéléré. Les taux de salaires horaires dans l'industrie ont progressé de plus de 6% par an en moyenne du milieu de 1964 au milieu de 1966; d'autre part, les mouvements désordonnés de salaires se sont très sensiblement intensifiés, de sorte que les gains horaires, après avoir monté en moyenne de 4% par an seulement, en 1962 et 1963, ont atteint une cadence annuelle d'augmentation de plus de 8%. En outre, il s'avérait difficile de contrôler l'expansion des dépenses du secteur public. Depuis 1960 environ, le rythme d'accroissement des dépenses du budget ordinaire a commencé à s'accélérer, tendance qui a été encore plus marquée pour les investissements du secteur public depuis 1962. Parallèlement à l'expansion des dépenses du secteur public, les transferts de ressources publiques au secteur privé se sont développés, favorisant l'accroissement de la consommation privée. Dans l'application d'une politique de plein emploi des

ressources productives, il importait tout particulièrement de mettre un frein à l'accroissement des dépenses du secteur public, afin de réserver une marge suffisante aux importants investissements du secteur privé, que le gouvernement avait d'ailleurs manifesté l'intention d'encourager. L'accroissement du recours à l'emprunt par le Trésor, à partir de 1962, et l'impossibilité où les autorités se sont constamment trouvées, au cours des deux dernières années, de maintenir l'exécution du budget plus ou moins dans les limites des prévisions, illustre l'échec subi par le gouvernement dans sa tentative d'imposer des compressions. Cet échec a été à la source de pressions directes sur la balance des paiements. Par ailleurs, l'étendue des besoins d'emprunt du Trésor et les méthodes semi-automatiques en assurant le financement signifiaient que la réduction du portefeuille sous forme de titres représentatifs de dettes de l'Etat détenus par le système bancaire, qui aurait pu se produire à la suite des déficits extérieurs, ne s'est pas manifestée. Aussi n'a-t-on relevé aucun ajustement automatique des comptes avec l'étranger consécutif à un ralentissement du rythme d'expansion de la masse monétaire.

Royaume-Uni: Utilisations du produit national brut, aux prix courants.

Postes	1949		1959		1967		Variations ¹ 1949-67
	millions de livres	%	millions de livres	%	millions de livres	%	%
Consommation du secteur privé	8.969	71,2	16.196	66,8	25.168	64,2	+ 181
du secteur public	1.975	15,7	3.920	16,1	7.072	18,0	+ 258
Total	10.944	86,9	20.116	82,9	32.240	82,2	+ 195
Investissements bruts							
Logement	332	2,6	661	2,7	1.439	3,7	+ 333
Divers:							
Secteur privé (y compris les sociétés nationalisées) ²	1.128	9,0	2.668	11,0	4.476	11,4	+ 297
Secteur public ²	182	1,4	581	2,4	1.316	3,4	+ 623
Total	1.642	13,0	3.910	16,1	7.231	18,5	+ 340
Balance du commerce et des services	17	0,1	231	1,0	- 270	- 0,7	-
Produit national brut aux prix du marché	12.603	100,0	24.257	100,0	39.201	100,0	+ 211
Pour mémoire							
Transferts courants du secteur public au secteur des particuliers	745	5,9	1.636	6,7	3.355	8,6	+ 350

¹ Les variations traduisent des différences à la fois dans les volumes et dans les prix; entre 1949 et 1967, l'indice implicite des prix enregistré par la comptabilité nationale a varié comme suit: consommation du secteur privé: + 77%; investissements en capitaux fixes: + 76%; produit national brut: + 87%. ² Compte tenu des variations de volume des stocks.

Pour se rendre compte de l'incompatibilité des demandes adressées à la production nationale, on consultera le tableau ci-avant qui retrace les modifications de structure de la demande depuis 1949.

De 1950 à 1960, la consommation des particuliers a absorbé progressivement une fraction de moins en moins importante du produit national brut, l'épargne des particuliers progressant par rapport à son niveau très peu élevé à l'origine. De même, pendant l'ensemble de la décennie, les dépenses du gouvernement ont augmenté à une cadence à peine plus accélérée que la production totale. Il subsistait donc une marge pour un accroissement des investissements productifs du secteur privé, exprimés en pourcentage du produit national, et pour une amélioration de la situation des comptes avec l'étranger. D'une manière générale, l'évolution de la structure des composantes de la demande a été par conséquent favorable pendant la période considérée. Après 1959, la consommation des particuliers a continué de s'accroître plus lentement que la production totale. Toutefois, comme le gouvernement a prélevé une fraction sans cesse croissante du produit national, il ne subsistait qu'une faible marge pour un développement correspondant des investissements du secteur privé, et la situation des finances extérieures s'est aggravée.

Royaume-Uni: Epargne et investissements.

Postes	1949	1959	1967	Variations	
				1949-59	1959-67
				en pourcentage	
en millions de livres sterling					
Particuliers					
Epargne ¹	112	792	1.881	+ 607	+ 138
Investissements ²	273	658	970	+ 141	+ 47
Excédent financier (+)	- 161	+ 134	+ 911	.	.
Sociétés privées et nationalisées					
Epargne ¹	885	2.355	3.511	+ 166	+ 49
Investissements ²	919	2.428	4.275	+ 164	+ 76
Excédent financier (+)	- 34	- 73	- 764	.	.
Secteur public					
Epargne ¹	680	699	1.394	+ 3	+ 99
Investissements ²	450	824	1.986	+ 83	+ 141
Excédent financier (+)	+ 230	- 125	- 592	.	.
Total					
Epargne nationale brute ^{1,3}	1.606	4.059	6.717	+ 153	+ 65
Investissements intérieurs bruts ²	1.642	3.910	7.231	+ 138	+ 84
Excédent financier net total (+)	- 36	+ 149	- 514	.	.
= investissements nets à l'étranger					

¹ Non compris l'appréciation des stocks. ² Y compris les variations du volume des stocks. ³ Y compris l'erreur résiduelle de la comptabilité nationale: 1949, - 71; 1959, +213; 1967, -69.

L'équilibre entre l'épargne et les investissements fait également ressortir une amélioration au cours de la première période, une détérioration ensuite. De 1950 à 1960, le déficit financier enregistré dans le secteur des particuliers a fait place à un léger excédent. En même temps, le volume des moyens financiers extérieurs requis par l'industrie pour sa formation de capital brut ne s'est pas accru d'un montant appréciable. Bien que le secteur public ait enregistré un déficit financier après avoir accusé des excédents notables, le solde net entre l'épargne nationale et les investissements s'est amélioré. La tendance favorable dans le secteur des particuliers a continué postérieurement à 1960. Cependant, le pourcentage d'autofinancement des sociétés privées et des entreprises nationalisées a fléchi à partir de cette époque, et l'accélération des investissements de l'Etat a provoqué une recrudescence des appels à l'emprunt, en dépit d'une augmentation de l'épargne du secteur public. En fin de compte, le volume global de l'épargne nationale s'est accru moins rapidement que les investissements au Royaume-Uni. Ce décalage s'est répercuté sur le déficit de la balance des paiements.

En été 1966, le taux de chômage atteignait 1,2% seulement, niveau le plus bas depuis presque dix années. Après une amélioration en 1965, due au retour à un rythme plus normal de constitution des stocks et aux premiers effets de l'action directe sur la balance des paiements, la situation des comptes avec l'étranger n'a plus manifesté de tendance à enregistrer de nouveaux surplus. Cette situation a fait ressurgir des doutes au sujet du maintien de la parité, à un moment où le resserrement du crédit aux Etats-Unis provoquait des retraits de fonds de Londres. Dans ces conditions, la grève générale des gens de mer a porté un coup très dur à la confiance et provoqué une nouvelle fuite devant la livre qui a exigé, en juillet 1966, la mise en route d'un train de mesures déflationnistes du type classique. A cette époque, même avec une amélioration temporaire des comptes extérieurs, la confiance à long terme envers la monnaie s'était à peu près complètement évanouie, la livre devenant vulnérable au moindre accident de caractère politique ou autre.

En résumé, lorsqu'on essaye d'expliquer la dévaluation de la livre pour la seconde fois depuis la guerre, les considérations suivantes peuvent être avancées:

1. L'aménagement de la parité en 1949 n'a pas fait rentrer le sterling dans le rang des monnaies fortes, en partie parce que le mouvement a été suivi par un si grand nombre de pays que les effets nets de la dévaluation n'ont pas été très prononcés.

2. La dévaluation de 1949 n'a pas été appuyée par une réduction appropriée de la demande intérieure, et cette insuffisance a été aggravée par l'ouverture, peu de temps après, des hostilités en Corée.

3. En particulier, ni les autorités ni la population n'étaient prêtes à accepter la nouvelle dose d'austérité qui aurait été nécessaire pour exécuter le vaste programme de réarmement mis en route à cette époque, sans qu'il en résulte des tensions inflationnistes.

4. Pendant la majeure partie de la période 1950-60, l'économie a subi en permanence une pression de la demande ayant sa source dans un état de suremplei; de ce fait, les avantages de la dévaluation au point de vue de la concurrence ont été progressivement perdus.

5. S'ajoutant à ceci, l'étendue excessive des relèvements de salaires accordés à l'issue d'une longue suite de négociations a soumis les coûts de production à de constantes pressions à la hausse. Parce qu'elle s'appuie encore sur le Trade Union Disputes Act de 1906, force est de constater que, par rapport à celle de plusieurs pays d'Europe, la législation du travail en Grande-Bretagne ne répond plus (et de loin) aux exigences actuelles. Ce retard est lourd de conséquences pour la discipline des organisations ouvrières et pour l'accroissement de la productivité.

6. Le sterling était probablement une monnaie surévaluée à partir de 1960, et la parité n'a pu être maintenue qu'en raison de l'amélioration des termes de l'échange. L'impossibilité — bien que ce fût l'objectif de la politique — d'augmenter les réserves monétaires au-delà de leur niveau insuffisant, constituait une menace pour les années à venir; par ailleurs, étant donné les perspectives d'évolution de la balance des paiements, il n'existait pas de marge permettant une augmentation substantielle des dépenses du gouvernement à l'étranger.

7. Pour défendre la parité de la livre à partir de 1960, il aurait fallu, de toute nécessité, réserver au redressement de la balance des paiements un degré de priorité correspondant aux réalités. L'observation de cette priorité, sans imposer des sacrifices excessifs à la croissance ou à la pleine utilisation des ressources productives, imposait une discipline stricte en matière d'augmentations de salaires et l'élimination des pressions résultant d'un excès de la demande. En fait, une fois lancée l'expérience de reflation en 1963, ni cette discipline, ni cette élimination n'ont pu être obtenues. La progression des revenus distribués sous forme de salaires et l'accroissement des dépenses du secteur public sont responsables de l'excès de la demande.

8. Des emprunts massifs à l'étranger ont retardé la seconde dévaluation de la livre, mais ils n'ont pu l'empêcher. La situation fondamentale s'était trop affaiblie et la confiance avait été par trop érodée par l'indécision dont les autorités avaient fait preuve, pendant des années, dans la conduite de leur politique économique.

* * *

Après avoir été mise au point à l'issue de consultations préalables, la modification de la parité de la livre de novembre 1967 n'a pas été accompagnée de rajustements importants des taux de change visant à défendre le potentiel de concurrence d'autres pays. Si quelques Etats de moindre importance se sont sentis obligés de rester accrochés à la livre, tous les grands pays industriels, et aussi nombre de membres les plus puissants de la zone sterling, ont maintenu les parités-or existantes. Bien que le pourcentage de dépréciation par rapport au dollar ait été de 14,3% seulement, contre 30,5% en 1949, l'opération de novembre 1967 a abouti à un rajustement plus efficace des prix britanniques à l'égard des prix du reste du monde que la précédente. La coopération internationale s'est également manifestée par l'octroi de facilités supplémentaires destinées à renforcer les réserves de la Grande-Bretagne et à donner confiance dans la nouvelle parité: quelque \$3 milliards ont été mobilisés à cet effet, dont \$1,4 milliard sous forme d'un crédit de confirmation du F.M.I.

Un autre problème soulevé à cette époque avait trait à l'étendue et à l'échelonnement dans le temps des mesures restrictives nécessaires pour assurer le succès de la dévaluation. L'économie britannique disposait encore d'un potentiel de production inutilisé, mais la demande d'origine intérieure s'inscrivait en reprise, sous l'effet des mesures stimulantes adoptées pendant l'été et du taux élevé des relèvements de salaires. La vigueur de cette reprise a été toutefois masquée par les effets de la grève dans les ports sur le niveau de la production. Dans ces conditions, et aussi parce qu'il fallait du temps pour mettre au point un programme de grande envergure, les mesures destinées à appuyer la dévaluation ont été introduites par étapes. Dans l'immédiat, les autorités se sont limitées à provoquer un resserrement brutal du crédit comprenant un relèvement à 8% du taux officiel de l'escompte, un nouveau plafonnement du volume des crédits des banques et une rigueur accrue en ce qui concerne les conditions des ventes à tempérament. Les pouvoirs publics ont, par ailleurs, annoncé des modifications de la fiscalité des sociétés et des compressions de dépenses publiques qui devaient prendre effet pendant le prochain exercice financier. Deux mois après, les autorités ont décidé des réductions de crédits plus énergiques touchant les dépenses militaires (à l'étranger en particulier), l'éducation nationale, la construction de logements et de routes et les programmes sociaux. Ces compressions devraient, estime-t-on, ramener le rythme de progression des dépenses publiques de 7 1/2% en termes réels, pour l'exercice financier 1967-68, à 1% pendant l'exercice 1969-70. Le Premier Ministre a également laissé entendre qu'un nouvel effort fiscal serait demandé au secteur privé, et la date de présentation du projet de budget a été avancée à la mi-mars.

Pendant toute cette période, les achats d'or à des fins spéculatives ont atteint un volume très considérable, et les marchés des changes ont été troublés par les

incertitudes qui planaient sur l'avenir du lien entre le dollar et l'or. Ces phénomènes ont empêché, à eux seuls, un reflux important de fonds vers Londres; en outre, des doutes étaient exprimés au sujet de l'efficacité des mesures annoncées lors du changement de parité. Ces doutes se sont accentués lorsque la vigueur de la reprise des dépenses de consommation et la menace que l'accroissement des coûts de production lié à l'alignement monétaire faisait peser sur la stabilité des salaires et des prix se sont progressivement confirmées. D'octobre 1967 à janvier 1968, les ventes au détail ont progressé à une cadence annuelle de 18%, la production industrielle de 9%, et le recul du chômage noté depuis septembre s'est poursuivi. La demande était gonflée à cette époque par des achats effectués en prévision des hausses de prix qui devaient suivre la dévaluation, et de l'augmentation des impôts. Pendant la même période, les prix unitaires des produits importés se sont accrus de 8%, et on a noté, en liaison étroite avec ce mouvement, une hausse de 9% des prix de gros des produits pétroliers et des matières premières. Au début de mars, une demande d'or exceptionnelle a exercé une très grave pression sur le sterling; des interventions importantes ont été nécessaires pour soutenir le cours de la livre au comptant. Sur le marché à terme, où les autorités n'intervenaient plus depuis la dévaluation, le déport sur la livre s'est une fois de plus très sensiblement élargi. De nouvelles facilités de crédit ont été mises à la disposition de la Grande-Bretagne par des pays étrangers en mars, au moment où les participants du pool de l'or ont décidé de cesser d'approvisionner le marché, ce qui a eu pour effet de porter à \$4 milliards le total des lignes de crédit immédiatement disponibles.

Dans ces conditions, le budget devait nécessairement revêtir un caractère rigoureux. Les impôts indirects, la taxe sélective sur l'emploi et les impôts sur les sociétés commerciales ont été sensiblement relevés. Si les barèmes de l'impôt sur le revenu n'ont pas été modifiés, certains abattements ont été réduits, et les revenus des investissements des personnes physiques ont été frappés d'un impôt spécial pendant un an. Au total, le rendement de cet alourdissement de la fiscalité doit atteindre £923 millions pendant une année entière et £775 millions pendant l'exercice financier en cours; c'est l'effort le plus étendu qui ait été imposé au pays depuis la guerre. Le gouvernement a manifesté l'intention de renforcer les pouvoirs qu'il tient de la loi pour contrôler les prix et les revenus distribués. En tenant compte de tous ces aménagements, les milieux officiels s'attendent que la production augmentera au rythme de 3 à 4% par an jusqu'au milieu de 1969, et que les exportations et les investissements constitueront les composantes dynamiques de la demande, la consommation des particuliers devant vraisemblablement enregistrer un recul en valeur absolue. On prévoit également que le déficit de la balance de base des paiements (£540 millions en 1967), dont plus

Budget du Royaume-Uni.

Postes	Exercices			
	1967-68		1968-69	
	Estimations après les modifications apportées au projet ¹	Résultats ²	Estimations avant les modifications apportées au projet	Estimations après les modifications apportées au projet
en millions de livres sterling				
Recettes				
Impôts	10.679	10.770	11.552	12.475
Autres recettes	414	407	400	400
Total des recettes	11.093	11.177	11.952	12.875
Dépenses				
De fonctionnement des services	9.549	10.000	10.548	10.725
Incombant au Fonds consolidé	810	878	764	764
Total des dépenses	10.359	10.878	11.312	11.489
Excédent	734	299	640	1.386
Prêts accordés par le «National Loans Fund» (chiffres nets)	- 1.766	- 1.748	- 1.744	- 1.744
Déficit du budget général (-)	- 1.032	- 1.449	- 1.104	- 358

¹ Les chiffres ne correspondent pas à ceux du tableau de la page 21 du Trente-septième Rapport annuel de la B.R.I. parce qu'ils ont été rectifiés pour tenir compte des modifications apportées en 1968 par le «National Loans Act».

² Chiffres provisoires.

de la moitié résultait de facteurs exceptionnels, fera place à un excédent pendant le second semestre de l'année en cours, et que les surplus atteindront, en 1969, un volume considérable.

Les restrictions de crédit ont été aggravées à la fin mai, les banques ayant été invitées à ne plus accroître les octrois de crédits au secteur privé, ce qui implique une réduction en valeur absolue des encours envers les secteurs non prioritaires de l'économie.

Le maintien de surplus considérables est évidemment souhaitable en raison de la nécessité de rembourser les importantes dettes à court et à moyen terme accumulées depuis 1964. Par ailleurs, il faut espérer que la rigueur des contrôles auxquels les opérations en capital sont actuellement assujetties puisse être progressivement atténuée. Les perspectives d'expansion sur le continent européen et aux Etats-Unis créent, au point de vue économique, un climat favorable aux exportations de la Grande-Bretagne. Il sera de la plus haute importance, en revanche, que l'action restrictive envisagée en ce qui concerne les revenus distribués et les dépenses publiques se traduise effectivement dans les faits, et que les résultats de l'exécution du budget soient plus conformes aux prévisions que dans

un passé récent. La nécessité où se trouvent les Etats-Unis de rechercher d'urgence une compression majeure de leur déficit de paiements soulève un autre problème car, dans une certaine mesure au moins, cette politique va à l'encontre des efforts déployés par les autorités britanniques pour dégager des surplus.

Le dollar.

Au cours des trois premiers trimestres de 1967, la balance des paiements des Etats-Unis (calculée sur une base de liquidité) faisait ressortir un déficit sensiblement plus élevé que pendant l'année précédente. Cette évolution aurait dû appeler, en temps voulu, des mesures plus énergiques pour réduire le déséquilibre. Or, pendant ces mois considérés, la pression exercée sur le dollar n'a pas revêtu une intensité excessive et les pertes d'or ont été limitées. Les causes directes des mesures restrictives très énergiques annoncées le 1er janvier 1968 résident dans les événements survenus au dernier trimestre de 1967, à savoir: considérable aggravation du déficit de la balance des paiements, répercussions de la dévaluation de la livre, fortes pertes d'or subies pour faire face aux achats spéculatifs de métal sur le marché. Pour déterminer dans quelle mesure le dollar a été exposé à un mouvement caractérisé de défiance, il importe d'examiner, d'une part, l'évolution de l'économie des Etats-Unis pendant les douze à vingt-quatre mois écoulés et, d'autre part, la persistance, depuis de nombreuses années, d'un déséquilibre de leurs comptes avec l'étranger.

On rappellera que l'économie des Etats-Unis a été plongée dans un état de surchauffe inflationniste par l'intensification de l'effort de guerre au Viêt-nam. En l'absence de correctifs dans le domaine budgétaire, la politique monétaire avait revêtu, au cours du troisième trimestre de 1966, un caractère de plus en plus restrictif, freinant le développement de l'activité économique. Le quatrième trimestre a nettement marqué un tournant; si la production totale avait néanmoins enregistré une nouvelle augmentation en cours de trimestre, ce mouvement n'avait été possible que grâce à une accumulation involontaire de stocks au rythme annuel de \$18,5 milliards, c'est-à-dire à une cadence presque égale au triple de la normale.

Le mouvement d'expansion a effectivement marqué une pause pendant le premier trimestre de 1967. Le produit national brut exprimé en termes réels a légèrement diminué, et l'indice de la production industrielle s'est inscrit en recul de quelques points. Loin d'être un symptôme de récession, ce mouvement marquait, en quelque sorte, un répit faisant suite aux restrictions de crédit appliquées devant la menace éventuelle de tensions inflationnistes provoquées

par l'élargissement du déficit du budget. Le taux de chômage est resté relativement bas (3,7%) et n'a que faiblement augmenté pendant le deuxième trimestre. L'indice des prix à la consommation a augmenté à une cadence plus modérée que celle des trimestres précédents.

La pause intervenue dans le mouvement d'expansion caractérisée a reflété, dans une très large mesure, un recul accentué dans la constitution des stocks, dont le rythme annuel d'accumulation, très élevé pendant les trois derniers mois de 1966, est tombé à \$7 milliards pendant le premier trimestre de 1967 et presque à zéro pendant le deuxième. Quoi qu'il en soit, l'augmentation des dépenses publiques et des dépenses de consommation des particuliers a rapidement contribué à compenser les effets du recul des investissements du secteur privé et, pour le premier semestre de 1967, le produit national brut exprimé en termes réels a légèrement augmenté.

Durant l'été, les forces d'expansion sont une fois de plus entrées en jeu et, pendant le second semestre, la production, exprimée en termes réels, s'est accrue à une cadence annuelle de 4,4%. La reprise de l'activité dans le bâtiment et l'accumulation des stocks ont conjugué leurs effets avec ceux de l'accroissement

Etats-Unis: Dépenses nationales (chiffres bruts).

Postes	1966		1967				1968
	3ème trimestre	4ème trimestre	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	1er trimestre
	en milliards de dollars E.U., chiffres corrigés des variations saisonnières, cadences annuelles						
Dépenses de consommation des particuliers	470,1	473,8	480,2	489,7	495,3	501,8	517,8
<i>Biens durables</i>	70,9	70,6	69,4	72,5	72,7	73,8	77,9
<i>Biens non durables</i>	209,5	210,3	214,2	217,2	218,5	220,3	228,0
<i>Services</i>	189,8	192,9	196,6	200,0	204,1	207,7	211,9
Achats de biens et de services par le gouvernement fédéral	157,7	161,7	170,4	175,0	178,2	181,7	187,5
<i>Défense nationale</i>	63,0	65,6	70,2	72,5	73,3	74,2	76,6
<i>Autres achats</i>	94,7	96,1	100,2	102,5	104,9	107,5	110,9
Investissements en capitaux fixes du secteur privé (chiffres bruts) . . .	104,9	103,7	103,3	104,6	108,4	111,6	115,5
<i>Maisons d'habitation</i>	23,7	20,9	21,4	23,1	25,6	27,6	28,3
<i>Installations à usage industriel et commercial et équipement</i> . . .	81,2	82,8	81,9	81,5	82,8	84,0	87,2
Fluctuations de la valeur des stocks des entreprises	11,4	18,5	7,1	0,5	3,8	9,2	3,9
Exportations de biens et de services (chiffres nets)	4,6	4,3	5,3	5,3	5,4	3,0	2,6
Dépenses nationales aux prix du marché (chiffres bruts)	748,8	762,1	766,3	775,1	791,2	807,3	827,3
Dépenses nationales aux prix de 1966 (chiffres bruts)	745,5	752,8	752,5	757,2	765,6	774,0	785,2

continu des dépenses publiques. La vigueur du mouvement d'expansion a été quelque peu atténuée par des conflits sociaux pendant l'automne 1967. Vers la fin de l'année, en revanche, les mouvements de presque tous les indices représentatifs de l'activité permettaient de conclure que l'économie était en état de surchauffe et que la demande exerçait des pressions sur le volume des ressources productives.

Après avoir été assouplie pendant les derniers mois de 1966, au moment où la surchauffe perdait de son intensité, la politique monétaire s'est orientée en décembre vers l'aisance. Pendant la pause de 1967, le Federal Reserve Board a continué d'appliquer une politique d'argent facile pour éviter une accélération du recul de l'activité et permettre au secteur privé de reconstituer sa position de liquidité. A la fin février, les pourcentages de réserves obligatoires, en contrepartie des dépôts d'épargne et d'une fraction des dépôts à échéance fixe des banques adhérentes, ont été abaissés en deux étapes de 4 à 3%. Cette opération a libéré quelque \$850 millions de fonds précédemment immobilisés dans les réserves. Au début d'avril, le taux officiel de réescompte a été ramené de 4½ à 4%. En raison de la reprise du mouvement d'expansion au milieu de l'année, et tenant compte qu'au point de vue fiscal les perspectives de mesures restrictives n'étaient pas très favorables, le Federal Reserve System a resserré à nouveau sa politique monétaire pour des raisons d'ordre interne et externe. Pendant une première étape, les taux d'intérêt ont évolué essentiellement en fonction du jeu des forces du marché; ensuite, dans le courant de l'année, une action restrictive a été entreprise. Au moment de la dévaluation de la livre en novembre, le taux d'escompte officiel a été porté à 4½%; à partir de janvier 1968, les pourcentages de réserves obligatoires, en contrepartie des dépôts à vue, ont été relevés d'un demi-point. Ces changements de politique à intervalles relativement rapprochés répondaient à des modifications de climat économique, encore que leur étendue ait été parfois excessive, semble-t-il.

Moins heureux ont été, en revanche, en partie du fait de divergences entre le gouvernement et le Congrès, les résultats concrets de la politique budgétaire au cours de la période considérée. Après avoir laissé passer le moment décisif pour alourdir la fiscalité à la fin de 1965 ou au début de 1966, le gouvernement avait proposé, dans le budget de janvier 1967, une augmentation de 6% de l'impôt sur le revenu. Toutefois, comme le boom marquait à ce moment un net temps d'arrêt, cette suggestion n'a pas été adoptée par le Congrès. Les mesures budgétaires appliquées pendant l'arrêt du mouvement ascendant du cycle ont plutôt joué dans le sens opposé. Le régime du crédit d'impôt de 7% relatif aux investissements, aboli en octobre 1966, a été rétabli en juin 1967; d'autre part, le Président a autorisé le déblocage de presque \$2 milliards de ressources publiques destinées à l'exécution de

programmes de travaux publics, qui avaient été précédemment immobilisées. Tout en visant à empêcher un nouveau recul de l'activité, ces mesures avaient pour but de répondre à des besoins à plus long terme de l'économie, et la période de pause offrait, estimait-on, une occasion favorable pour les mettre en route; mais, à l'arrière-plan, en plus du retour à une assez large aisance monétaire, le volume total des dépenses du secteur public augmentait à une cadence assez rapide. De même, pendant que les allègements fiscaux étaient présentés au public comme des mesures visant à contrecarrer des tendances de caractère cyclique, les projets de relèvement des impôts n'étaient toujours pas votés. Cette attitude a créé une certaine confusion au sujet de la situation fondamentale de l'économie des Etats-Unis et de ses perspectives au cours des mois suivants. Toutefois, étant donné que le ralentissement du début de 1967 présentait plus de traits communs avec un temps d'arrêt de la surchauffe qu'avec une récession, la nécessité d'une augmentation des impôts n'avait pas disparu.

Lorsque l'économie a fait apparaître les premiers symptômes d'une reprise de l'expansion après la fin du premier semestre, les autorités ont assez rapidement révisé et durci leur attitude dans le domaine de la politique fiscale. En raison des perspectives d'un accroissement très considérable du déficit du budget administratif, le Président a recommandé, en août, la mise en route d'un train de mesures fiscales énergiques comprenant l'application d'une taxe complémentaire de 10% à l'impôt sur le revenu des particuliers (contre 6% dans le projet précédent), l'application d'une taxe complémentaire de 10% à l'impôt sur les bénéfices des sociétés, l'ajournement jusqu'au milieu de 1969 de la réduction de certains impôts indirects prévue pour le mois d'avril 1968, et l'accélération du recouvrement des impôts sur les sociétés. L'application de ces mesures devait, selon les estimations, dégager \$7,4 milliards au total de recettes supplémentaires au cours de l'exercice 1967-68. Ces projets n'ont pas été adoptés par le Congrès, dont les membres ne paraissaient pas convaincus que l'économie américaine se trouvait à nouveau en état de surchauffe. En outre, les mesures de lutte contre l'inflation devaient englober, faisait-on observer de divers côtés, des compressions accentuées des dépenses budgétaires autres que militaires. Pour obtenir l'assentiment du Congrès sur son programme fiscal, le Président a fait connaître par la suite qu'il acceptait cette observation, mais l'accord n'a pu se réaliser sur un compromis efficace.

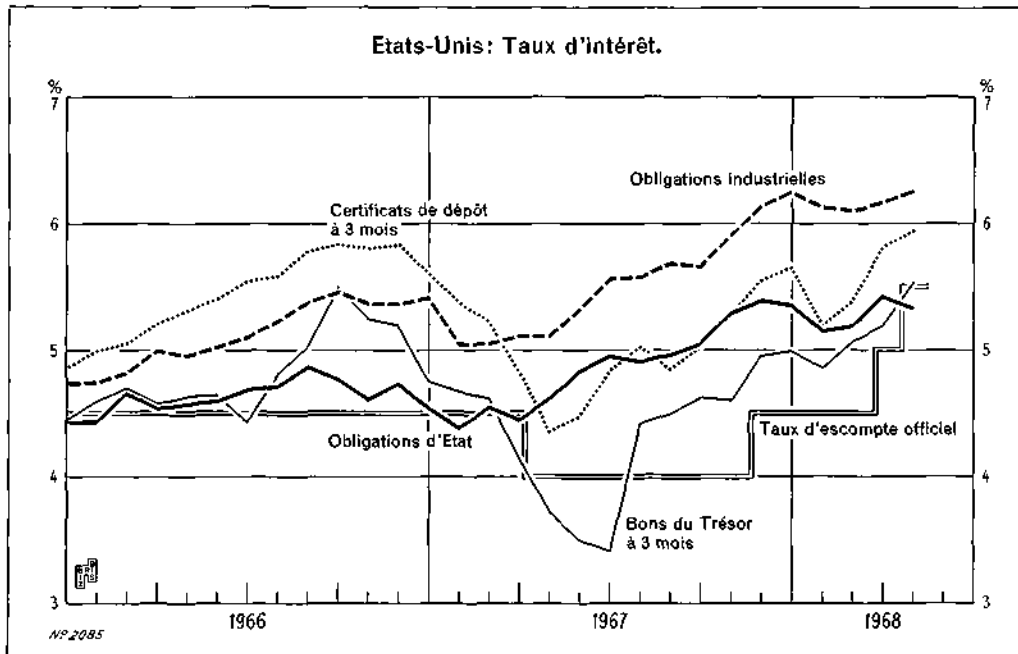
Les dépenses de consommation des particuliers ont compté, en 1967, au nombre des facteurs de freinage de la demande. Les achats de biens de consommation durables et non durables ont peu progressé pendant l'année et se sont même ralentis au cours de la seconde moitié de 1967. Par rapport au niveau plus «normal» de 6% des années précédentes, la relation épargne/revenus disponibles s'est tenue, en moyenne, à plus de 7%, pour atteindre presque 7,5% pendant

le dernier trimestre. Cette évolution des dépenses de consommation s'explique peut-être par les achats massifs de biens durables et par l'augmentation relativement forte de l'endettement des particuliers pendant les années précédentes.

Après une progression assez modérée au début de 1967, les prix ont commencé à monter sensiblement au cours du second semestre. Les prix de gros se sont, en fait, inscrits en recul de janvier à avril, en raison principalement de la chute des cours des produits agricoles, pour amorcer un mouvement de hausse par la suite. Les prix à la consommation ont augmenté de 3,1% pour l'ensemble de 1967 mais, pendant le second semestre, leur taux de progression a été très voisin de 4%.

L'année 1967 a été également caractérisée par des augmentations accentuées de salaires, et les précédentes directives officielles n'ont plus été observées. Les gains horaires moyens se sont accrus de 4,7%, contre 3,1% par an de 1960 à 1964, 3,8% en 1965 et 4,1% en 1966. Après les pressions inflationnistes de la période 1965-66, les augmentations des salaires et des prix survenues en 1967 confirmaient l'existence d'un important excédent de demande, avec ses conséquences évidentes pour la balance des paiements.

De tous les traits particuliers de la situation économique des douze mois écoulés, aucun n'a été peut-être plus frappant que la tenue des marchés financiers et les mouvements des taux d'intérêt. Avec l'assouplissement des restrictions de crédit, fin 1966 et début 1967, les taux s'étaient orientés à la baisse. Les taux à court terme ont sérieusement fléchi; le taux de rendement des Bons du Trésor, par exemple, est tombé de 5,3% en novembre 1966 à 3,5% en juin 1967. Avec les taux à long terme, au contraire, la détente a été de courte durée et relativement limitée. Les rendements des obligations de sociétés ont diminué de moins de ½%; au surplus, ils avaient touché leur point le plus bas dès le mois de février. Les mouvements des taux ont fait ressortir de profondes différences par rapport à ceux notés d'habitude en période de pause cyclique; ils ont reflété l'entrée en jeu de deux facteurs. Après le resserrement du crédit au cours de l'année précédente, les prêteurs ont manifesté une préférence pour le maintien d'une forte position de liquidité. De son côté, la demande de capitaux à long terme a été très active, car les emprunteurs ont procédé à la reconstitution de leur liquidité, prévoyant ainsi la couverture de leurs besoins lorsque la reprise escomptée du mouvement d'expansion viendrait à se manifester. Les émissions en capital sous forme d'offres au public et de placements directs de valeurs mobilières ont dépassé \$44 milliards en chiffres nets, ce qui représente un volume supérieur de moitié environ au chiffre de 1966.



En raison de l'entrée en jeu de ces facteurs, les taux d'intérêt à long terme se sont régulièrement tendus du début du printemps jusqu'à la fin de l'année; la hausse a été de l'ordre de 1% et, à la fin de 1967, leur niveau était supérieur aux maximums de 1966. Sur le marché monétaire, la tendance s'est également orientée à la hausse, pendant le second semestre, et a même été plus accentuée, en raison des perspectives d'accroissement du déficit budgétaire et de l'absence d'un relèvement des impôts. A la fin de 1967 également, la politique d'aisance monétaire a fait place à une politique plus restrictive.

L'évolution de l'économie des Etats-Unis a exercé une influence prépondérante sur la balance des paiements, encore que la situation de leurs comptes avec l'étranger se soit également ressentie du contexte extérieur. Les difficultés ont commencé à se manifester à la fin de 1965. L'alourdissement des charges de la guerre au Viêt-nam est intervenu au moment où la situation des finances extérieures des Etats-Unis était déjà défavorable, et où l'économie interne subissait les effets d'un excédent de demande. Les dépenses engagées au Viêt-nam ont provoqué l'aggravation de la balance des paiements, non particulièrement par l'augmentation des décaissements de devises – dont une fraction appréciable a reflué vers les Etats-Unis sous forme d'un accroissement de leurs exportations à destination des pays qui les avaient acquises – mais, et ce fait est plus significatif, parce qu'elles ont provoqué, à l'intérieur, une intensification des pressions inflationnistes. En 1966, les importations ont en effet augmenté de près de 20%. Aussi, malgré un accroissement de plus de

10% des ventes à l'étranger, l'excédent de la balance commerciale a-t-il diminué de \$1,1 milliard par rapport à l'année précédente. Toutefois, en raison du resserrement du crédit, les Etats-Unis ont reçu, principalement en provenance du marché de l'Euro-dollar, un afflux de fonds à court terme d'une ampleur telle que la balance des paiements (sur la base des transactions entre autorités monétaires) s'est effectivement soldée par un léger excédent.

Etats-Unis: Balance des paiements.

Postes	1966 ¹		1967 ¹				1968
	3ème trimestre	4ème trimestre	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre ²	1er trimestre ²
	en millions de dollars E.U., chiffres corrigés des variations saisonnières						
Commerce							
Exportations (à usage civil seulement)	7.385	7.405	7.670	7.715	7.625	7.455	.
Importations (à usage civil seulement)	6.590	6.680	6.660	6.560	6.550	7.210	.
Balance commerciale	805	725	1.010	1.155	1.075	245	105
Services (chiffres nets)							
Revenus des investissements	1.305	1.355	1.285	1.290	1.555	1.505	.
Dépenses militaires	- 745	- 760	- 705	- 735	- 855	- 750	.
Tourisme	- 265	- 265	- 265	- 460	- 485	- 325	.
Divers	- 225	- 215	- 235	- 325	- 240	- 225	.
Total	70	115	80	- 230	- 25	205	.
Balance des biens et services	875	840	1.090	925	1.050	450	.
Dons de l'Etat et mouvements de capitaux officiels (chiffres nets)	- 760	- 725	- 1.200	- 1.015	- 965	- 945	.
Mouvements de capitaux privés américains (chiffres nets)							
Investissements directs	- 900	- 1.005	- 625	- 650	- 940	- 820	.
Autres mouvements de capitaux à long terme	- 5	70	- 180	- 180	- 510	- 395	.
Mouvements de capitaux à court terme	- 25	- 230	- 180	- 285	- 290	- 395	.
Mouvements de capitaux étrangers (chiffres nets)	375	780	855	1.195	605	220	.
Erreurs et transactions non enregistrées	275	- 150	- 295	- 545	210	35	.
Balance des paiements, sur la base de la liquidité	- 165	- 420	- 535	- 555	- 640	- 1.850	- 600
Accroissement des engagements liquides des Etats-Unis autres que les engagements envers des autorités monétaires étrangères	1.025	400	- 1.280	- 275	1.095	645	80
Balance sur la base des règlements entre autorités monétaires	860	- 20	- 1.815	- 830	455	- 1.205	- 520

¹ Pour les totaux annuels de 1966 et de 1967, cf. tableau de la page 42. ² Chiffres provisoires.

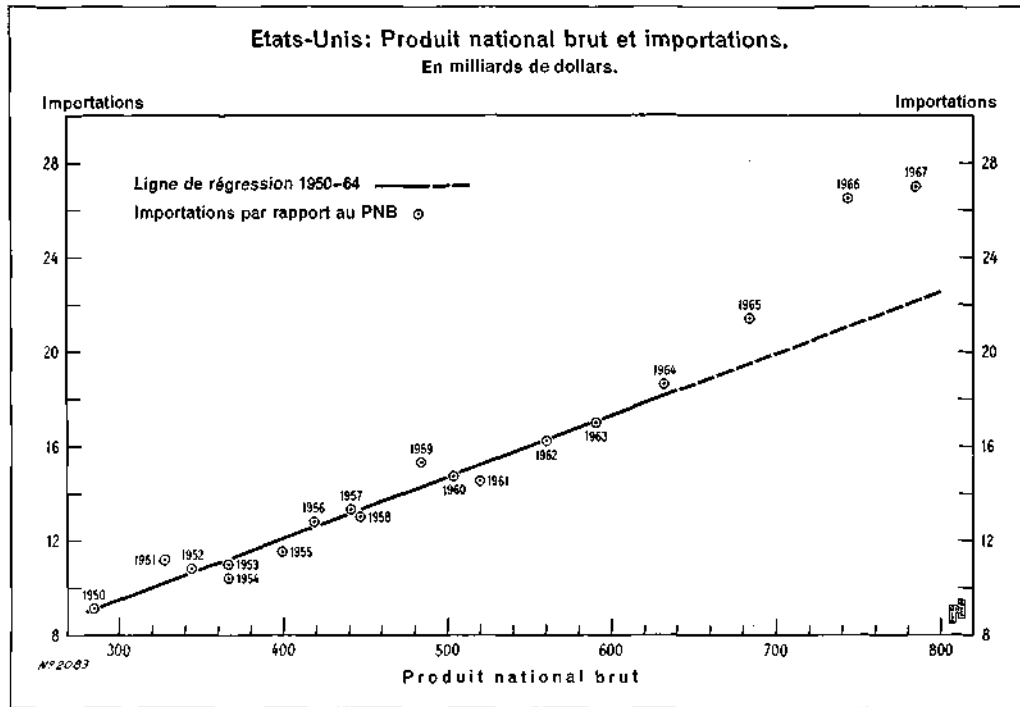
Le développement des exportations s'est poursuivi pendant les trois premiers mois de 1967. Au cours des deux trimestres suivants, en revanche, les ventes à l'étranger ont stagné avec le plafonnement, voire le recul, de l'activité économique des principaux pays industriels européens. En même temps, du fait d'une absorption

progressive de stocks naguère portés à un niveau excessif, les importations des Etats-Unis ont quelque peu diminué. Aussi, l'excédent de la balance commerciale des neuf premiers mois de 1967 a-t-il fait ressortir une augmentation de \$305 millions par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Toutefois, comme les sorties de capitaux et les dépenses militaires à l'étranger ont atteint un volume plus considérable, le déficit de la balance des paiements (calculé sur la base des transactions entre autorités monétaires) représentait, pendant les neuf mois considérés, une cadence annuelle de quelque \$2,9 milliards.

La situation s'est très sensiblement aggravée pendant le quatrième trimestre: l'excédent de demande s'est de nouveau manifesté avec intensité, les entreprises ont reconstitué leurs stocks, et des facteurs spéciaux, grève prolongée dans l'industrie du cuivre par exemple, ont eu des répercussions défavorables sur la balance commerciale. Les importations ont fait un bond en avant de \$660 millions et, à la suite d'un recul des ventes à l'étranger, l'excédent de la balance commerciale a diminué de \$830 millions. Corrélativement, les exportations de capitaux se sont fortement accrues, principalement parce que le Trésor britannique a retiré des fonds investis aux Etats-Unis en vue de renforcer ses réserves monétaires. En fin de compte, le déficit de paiements des Etats-Unis a atteint \$1,2 milliard pendant le quatrième trimestre (chiffres corrigés des variations saisonnières), contre \$730 millions en moyenne pendant chacun des trois premiers, et il a été de \$3,4 milliards pour l'année tout entière.

Pour se rendre compte que l'accroissement des importations a été dû principalement, ces dernières années, à l'existence d'un excédent de demande, il suffit de consulter le graphique ci-après qui fait apparaître la tendance de la relation entre les fluctuations du produit national brut et le volume effectif des importations. Il ressort nettement qu'en 1966 et en 1967, les importations se sont situées bien au-dessus du niveau correspondant à la relation normale constatée entre les deux variables, et qu'elles marquaient déjà une certaine déviation en 1965. Au cours du quatrième trimestre de 1967, les achats à l'étranger ont représenté en effet 3,7% environ du produit national brut, pourcentage le plus élevé de la période d'après-guerre. En 1965 et 1966, les achats à l'étranger de biens d'équipement se sont respectivement accrus de 41 et 46%. En 1967, malgré la pause survenue pendant une partie de l'année et la tendance au plafonnement des dépenses d'installation et d'équipement des entreprises, ils ont accusé une augmentation de 11%. En fait, compte tenu des exportations dont le financement a été réalisé au moyen d'une aide officielle, les excédents de la balance commerciale ont à peu près complètement disparu en 1966 et en 1967.

Les années 1966 et 1967 confirment également que les mouvements du commerce extérieur des Etats-Unis sont de nos jours très influencés par les fluctuations



du niveau d'activité en Europe occidentale. Des ralentissements de la cadence d'accroissement de la production industrielle dans cette zone en 1957-58, fin 1962-début 1963, fin 1966-début 1967, ont provoqué des réductions du volume total des exportations des Etats-Unis à destination de l'Europe. Les Etats-Unis se classent au tout premier rang des fournisseurs de biens d'équipement (au cours des dernières années, les ventes de cette catégorie de produits ont représenté un tiers de leurs exportations à destination de l'Europe), et les investissements sont normalement les premiers touchés pendant les phases successives du cycle économique. D'autre part, les Etats-Unis agissent, en quelque sorte, en qualité de fournisseur marginal. En périodes de forte activité de la demande, l'Europe se tourne vers les Etats-Unis pour combler des insuffisances dans certains domaines. D'autres fois, au contraire, l'Europe réduit ses achats aux Etats-Unis, en même temps qu'elle intensifie son effort d'exportation, lorsque la demande intérieure donne chez elle des signes de faiblesse; elle fait alors une concurrence plus efficace à l'industrie américaine.

La persistance des déficits des paiements des Etats-Unis, au moment où la livre sterling était en difficulté, a réduit la liberté de manœuvre des autorités américaines lorsqu'elles ont dû s'attaquer à leurs problèmes. La dévaluation de la livre en novembre a exercé des répercussions sur les réserves des Etats-Unis. Jusqu'à cette date, les sorties d'or avaient été limitées en 1967, mais la puissante vague d'achats

de métal à des fins spéculatives les a portées à \$1.170 millions pour l'ensemble de l'année.

En raison des événements défavorables du quatrième trimestre, une action puissante s'imposait manifestement pour comprimer le déficit extérieur et limiter ainsi les pertes de réserves. Aussi, le 1^{er} janvier 1968, les autorités ont-elles mis en route un nouvel ensemble de correctifs énergiques.

1. Pour remplacer les directives précédentes de caractère volontaire, les pouvoirs publics ont instauré un contrôle autoritaire des sorties de fonds provoquées par les investissements directs des sociétés américaines à l'étranger. Sont visés par ces mesures les nouveaux transferts de capitaux et les gains réalisés hors des Etats-Unis. Sont exclus, en revanche, les capitaux recueillis sur des marchés extérieurs, et la constitution de provisions d'amortissement et de renouvellement des stocks liée à des opérations traitées à l'étranger. La base retenue est le volume annuel moyen des investissements directs réalisés par chaque société pendant la période 1965-66. Les investissements directs dans les pays développés du continent européen et en Afrique du Sud ont été suspendus pendant l'année 1968, à l'exception de ceux ne dépassant pas 35% des profits réalisés à l'étranger pendant la période de base. Pour d'autres pays développés, les investissements directs ne devront pas être supérieurs à 65% de leur montant au cours de la période de base. Enfin, pour les pays en voie de développement, les nouvelles sorties de capitaux et le réinvestissement sur place des bénéfices ne devront pas être supérieurs à 110% du niveau de la période de base. Ces mesures, estime-t-on, provoqueront, en 1968, une réduction de \$1 milliard des sorties de capitaux destinées à financer des investissements directs (tels que définis ci-dessus).

2. Le Conseil de la Réserve Fédérale continue de surveiller, en exécution d'un programme de limitation volontaire, les octrois de crédit par les banques et les institutions financières américaines à des non-résidents; mais il a reçu, en outre, le pouvoir d'imposer, en cas de besoin, des mesures réglementaires. Dans l'immédiat, le Conseil de la Réserve Fédérale a nettement renforcé les dispositions restrictives annoncées en novembre 1967 et devant entrer en application en 1968. Les banques américaines doivent maintenir le volume global de leurs encours envers des non-résidents à 103% du niveau de la fin de 1964 (contre un plafond de 109% fixé en novembre). Il leur est en outre interdit de renouveler les prêts à moyen et à long terme (ou de reprêter les sommes remboursées à ce titre) accordés à des pays industrialisés du continent européen; par ailleurs, l'encours des crédits à court terme à cette zone devra fléchir de 40% en 1968. Les institutions financières autres que les banques sont tenues de ramener le montant des avoirs à l'étranger mentionnés dans le programme à 95% du niveau de la fin 1967, et de rapatrier la totalité de

leurs ressources liquides, à l'exception des fonds de roulement strictement indispensables. L'observation de ces directives provoquera, estime-t-on, des entrées nettes de \$500 millions de fonds en provenance de l'étranger pendant l'année 1968, contre des sorties de \$400 millions en 1967.

3. Les résidents des Etats-Unis sont invités à différer pendant deux ans les déplacements hors de l'hémisphère occidental ne présentant pas un caractère essentiel pour l'économie du pays. Des mesures législatives ont été introduites qui prévoient, notamment, l'application ultérieure d'une taxe progressive aux dépenses des touristes américains à l'étranger, l'extension aux voyages internationaux par avion de la taxe perçue à l'occasion des déplacements par air à l'intérieur des Etats-Unis et la réduction, de \$100 à \$10, de la valeur des marchandises que les touristes américains peuvent faire entrer en franchise à leur retour au pays.

4. Les dépenses du gouvernement à l'extérieur seront réduites par une série de mesures comprenant une compression de 10% des effectifs des fonctionnaires travaillant à l'étranger. Par ailleurs, des négociations sont en cours avec des pays alliés de l'O.T.A.N., pour leur demander de compenser les dépenses engagées par les Etats-Unis en Europe par des achats accrus de matériel militaire de fabrication américaine et l'acquisition d'un volume plus important de valeurs à long terme du Trésor fédéral.

5. Quelques dispositions ont été prises pour encourager les exportations (élargissement des possibilités de financement de l'Import-Export Bank, tentatives faites, à l'occasion de l'application de la taxe à la valeur ajoutée dans les pays du Marché Commun, pour obtenir un abaissement des dispositions, autres que les droits de douane, faisant obstacle à l'entrée des produits américains, octroi d'une aide financière à des groupements d'exportateurs pour permettre à des entreprises de petite et de moyenne importance d'écouler plus facilement leur production à l'étranger).

Ce programme a pour but d'obtenir, pour 1968, lorsque ses dispositions produiront tous leurs effets, une réduction des dépenses et un accroissement des rentrées en devises de \$3 milliards. Il ne faut toutefois pas se dissimuler que l'application de certaines dispositions demandera du temps. Etant donné, par ailleurs, que ces mesures auront nécessairement des répercussions sur les recettes de la balance des paiements courants ou de la balance des opérations en capital, il est difficile d'estimer quelle sera, en 1968, l'étendue du redressement en chiffres nets de la balance générale. En tout état de cause, l'amélioration sera intimement liée aux fluctuations au jour le jour des forces du marché.

Si des contrôles directs sont en vigueur depuis quelques années pour corriger le déséquilibre de la balance des paiements des Etats-Unis, le nouveau programme

du gouvernement fédéral constitue un pas important dans la même voie. Cette évolution comporte incontestablement des dangers, en ce sens qu'elle pourrait conduire le monde à l'abandon des pratiques libérales suivies, depuis maintenant plus d'une quinzaine d'années, dans le domaine des échanges et des paiements. Pour justifier ces mesures de contrôle, on invoque le conflit au Viêt-nam et la difficulté de rétablir un véritable équilibre des comptes extérieurs dans les conditions du temps de guerre, mais le rétablissement de la paix permettrait-il de les démanteler? Tout en n'attendant pas de réponse claire à cette question, il convient d'examiner l'évolution du problème de la balance des paiements des Etats-Unis et les idées qui ont été progressivement avancées pour le résoudre.

* * *

Nombreuses sont les entreprises commerciales et les institutions financières étrangères qui utilisent activement le dollar pour régler leurs transactions extérieures et conserver leur trésorerie sous une forme liquide. L'augmentation de ces avoirs privés en dollars a normalement sa contrepartie dans un déficit de la balance des paiements des Etats-Unis (établie sur une base de liquidités). Il est donc généralement préférable de partir du concept de balance des paiements fondée sur les transactions entre autorités monétaires pour essayer de dégager une tendance, encore que, même dans cette hypothèse, la véritable situation soit fréquemment masquée par des transferts de fonds entre banques centrales et banques du secteur privé. Mais, par-dessus tout, les mouvements des réserves d'or donnent, en général, des indications très suffisantes sur l'évolution de la balance des paiements des Etats-Unis, en particulier quand on les étudie en liaison avec les fluctuations des engagements envers les autorités monétaires étrangères: un accroissement de l'encaisse-or est un signe de vigueur. Tout fléchissement devrait, au minimum, retenir l'attention.

Il est permis d'affirmer, avec le recul du temps, que la dévaluation généralisée de 1949 a marqué un tournant dans l'histoire du dollar. A la veille de l'aménagement des parités, la reconstruction des économies venait de débiter à l'étranger, la balance des paiements des Etats-Unis accusait des surplus en permanence et leur encaisse-or augmentait, en dépit de l'octroi d'aides et de prêts officiels représentant plus de \$5,5 milliards par an en moyenne, et de l'existence de restrictions quantitatives frappant assez lourdement les importations en provenance de la zone dollar. La persistance des surplus extérieurs des Etats-Unis avait incontestablement placé le reste du monde dans une situation intenable.

Après la modification des parités, les comptes extérieurs ont presque toujours fait apparaître un déficit et les Etats-Unis ont subi des pertes d'or pendant la majeure partie du temps. Du début de 1950 à la fin avril 1968, la valeur de l'encaisse a fléchi

de \$24,6 milliards à \$10,7 milliards; encore le dernier chiffre comprend-il une dette de \$1 milliard remboursable en or envers le F.M.I. En même temps, les engagements envers les autorités monétaires étrangères sont passés d'un peu moins de \$4 milliards à plus de \$15 milliards. Cette détérioration du rapport entre l'encaisse-or des Etats-Unis et leurs engagements envers des organismes monétaires étrangers est passée par une série de phases dont les causes profondes ont été très différentes.

Le retournement de situation intervenu en 1950 a été particulièrement spectaculaire: les exportations ont en effet baissé de \$2 milliards par rapport à l'année précédente, tandis que les importations progressaient de \$2,2 milliards. Entre 1950 et 1956, le déficit (calculé sur la base des transactions entre autorités monétaires) a atteint en moyenne \$1,2 milliard par an environ. Malgré l'étendue de quelques déficits au cours de ces années, ces derniers n'avaient pas soulevé d'inquiétude; ils étaient, disait-on, la conséquence du rajustement des parités et reflétaient, directement et indirectement, les répercussions de la guerre de Corée. De l'avis à peu près général, ces déséquilibres avaient un caractère constructif. De fait, ils ont puissamment aidé les pays d'Europe à reconstituer leurs réserves monétaires, et leur ont permis de poursuivre la reconstruction de leurs économies à un rythme accéléré. En raison de la diminution de \$5,6 milliards en 1949 à \$2,4 milliards en 1956 du volume de l'aide à l'étranger (dons et prêts) et de la levée progressive des discriminations frappant les produits en provenance de la zone dollar, les tendances sous-jacentes ont été toutefois assez défavorables aux Etats-Unis, en partie parce que le volume de leurs dépenses militaires à l'étranger a fortement augmenté au cours des années considérées.

Pendant la même période, l'encaisse-or des Etats-Unis a fléchi de \$400 millions par an en moyenne. Ce mouvement n'était pas dû à des doutes au sujet du maintien de la convertibilité en métal du dollar, mais au fait que l'offre d'or monétaire (\$440 millions par an en moyenne) était à peine supérieure à la moitié des demandes nettes émanant d'organismes officiels étrangers. Ceux-ci ont couvert le solde de leurs besoins en s'adressant à la Trésorerie américaine. Pour le système monétaire international, cette évolution était aussi jugée souhaitable, parce qu'elle favorisait le retour à une répartition plus satisfaisante des réserves de métal jaune dans le monde. En tenant compte qu'elles allaient de pair avec l'accroissement des engagements envers des autorités monétaires étrangères, les pertes d'or des Etats-Unis ne pouvaient pourtant pas être considérées comme un indice favorable.

L'année 1957 a été, pour la balance des paiements des Etats-Unis, une année exceptionnelle. Les hostilités au Moyen-Orient et la fermeture du Canal de Suez avaient en effet conduit les pays d'Europe à effectuer d'importants achats de produits pétroliers dans l'hémisphère occidental; d'autre part, le développement

excessif d'activité provoqué par la reconstruction en Europe avait atteint son maximum au moment où l'économie américaine commençait de donner des signes de récession. En 1957, l'excédent de la balance commerciale s'est élevé à \$6 milliards, retrouvant ainsi son niveau des années précédant les dévaluations de 1949, et la balance générale des paiements a fait apparaître un surplus de \$1,1 milliard. C'était le rayon de soleil avant l'orage.

La situation de la balance des paiements des Etats-Unis s'est renversée en 1958, avec l'apparition d'un déficit de \$2,9 milliards. Ce revirement brutal a été dominé par la modification de la situation de la balance commerciale. Si les importations ont très légèrement diminué, les ventes à l'étranger ont, en revanche, accusé un recul de plus de \$3 milliards, parce qu'en 1957 la surchauffe a été maîtrisée en Europe, et que l'année 1958 a été caractérisée par un mouvement de récession assez généralisé, accusant par conséquent un décalage de six mois environ par rapport à celui enregistré en 1957-58 aux Etats-Unis. L'économie américaine est sortie plus tôt de la phase de récession et l'expansion s'est accélérée en 1959. Aussi, la situation de la balance commerciale s'est-elle aggravée cette année-là: alors que les exportations avaient tendance à plafonner, les importations se sont accrues de \$2,4 milliards. La forte progression des importations s'expliquait également en partie par des achats massifs d'acier pendant le conflit prolongé dans l'industrie sidérurgique, et par une brusque passion des consommateurs américains pour les véhicules de tourisme de fabrication étrangère. En même temps, les exportations de coton et d'avions se tenaient à un niveau inférieur à la normale. De ce fait, et pour la seconde fois seulement depuis 1953, l'excédent de la balance commerciale de 1959 a été inférieur à \$1 milliard, et la balance des paiements courants a fait apparaître un déficit.

L'aggravation de la situation des paiements extérieurs en 1958-59, par rapport à la période 1956-57, était essentiellement un phénomène de caractère cyclique, accentué par la réouverture du Canal de Suez. Cette évolution aurait pu soulever moins d'inquiétudes si les pertes d'or avaient été plus modérées. Bien que les déficits n'aient pas été très sensiblement supérieurs à ceux de certaines années précédentes, notamment ceux de 1950 et de 1953 qui étaient liés à la guerre de Corée, les déséquilibres de 1958-59 donnaient à penser que l'aggravation avait un caractère plus fondamental.

En raison de l'entrée en jeu de facteurs cycliques, la situation s'est modifiée en 1960, les Etats-Unis ayant enregistré une fois de plus un recul d'activité pendant que l'expansion se poursuivait à un rythme accéléré en Europe. Les exportations ont progressé de \$3 milliards et les importations ont fléchi de plus de \$500 millions. Nombre de facteurs spéciaux ont également joué un rôle

Etats-Unis: Balance des paiements.

Postes	Moyenne 1950-56	1957	Moyenne 1958-60	Moyenne 1961-65	1966	1967
	en milliards de dollars E. U.					
Commerce						
Exportations (à usage civil seulement)	13,5	19,4	17,3	22,8	29,2	30,5
Importations (à usage civil seulement)	11,0	13,3	14,3	17,5	25,5	27,0
Balance commerciale	2,5	6,1	3,0	5,3	3,7	3,5
Services (chiffres nets)						
Revenus des Investissements . . .	1,8	2,4	2,6	4,2	5,2	5,6
Dépenses militaires	-2,0	-2,8	-2,9	-2,3	-2,8	-3,0
Tourisme	-0,4	-0,6	-0,7	-1,0	-1,1	-1,5
Divers	-0,2	-0,1	-0,6	-0,7	-0,9	-1,1
Total	-0,8	-1,1	-1,6	0,2	0,4	0,0
Balance des biens et services	1,7	5,0	1,4	5,5	4,1	3,5
Dons de l'Etat et mouvements de capitaux officiels (chiffres nets)	-2,5	-2,6	-2,4	-3,3	-3,4	-4,1
Mouvements des capitaux privés américains (chiffres nets)						
Investissements directs	-0,9	-2,4	-1,4	-2,2	-3,5	-3,0
Autres mouvements de capitaux à long terme	-0,3	-0,8	-1,1	-1,4	-0,3	-1,3
Mouvements de capitaux à court terme	-0,2	-0,3	-0,6	-0,9	-0,4	-1,2
Mouvements de capitaux étrangers (chiffres nets)	0,3	0,5	0,4	0,7	2,5	3,1
Erreurs et transactions non enregistrées	0,4	1,2	0,0	-0,7	-0,3	-0,6
Balance des paiements, sur la base de la liquidité	-1,5	0,6	-3,7	-2,3	-1,4	-3,6
Accroissement des engagements liquides des Etats-Unis autres que les engagements envers des autorités monétaires étrangères* . .	0,3	0,6	0,8	0,5	1,6	0,2
Balance sur la base des règlements entre autorités monétaires	-1,2	1,1	-2,9	-1,8	0,2	-3,4
Variation de l'encaisse-or	-0,4	0,8	-1,7	-0,8	-0,6	-1,2

* Les chiffres relatifs aux années 1950 à 1959 sont tirés de «Problems of the United States as World Trader and Banker», par H. B. Lary, p. 13.

appréciable dans ce renversement de situation: en prévision d'aménagements de la politique des prix de vente à l'étranger, les exportations de coton n'avaient pas été très actives en 1959; en 1960, au contraire, elles ont atteint un chiffre exceptionnellement élevé. La même évolution s'est produite en ce qui concerne les ventes d'avions qui s'étaient d'abord ralenties en attendant l'entrée en service d'appareils à réaction. Après avoir subi les répercussions de la grève de 1959, les

exportations de produits sidérurgiques se sont également inscrites en progrès en 1960. Le tableau d'ensemble a été toutefois caractérisé par l'entrée en jeu d'un nouveau facteur: les sorties considérables de capitaux à court terme dues principalement à des prêts de banques américaines à des non-résidents. En conséquence de quoi, le déficit de la balance des paiements fut le plus élevé enregistré à ce jour.

Pour obtenir une vue précise des tendances générales de la balance des paiements pendant la période 1950-60, il est préférable de faire une comparaison entre les périodes 1950-56 et 1958-60 car, ce faisant, on élimine dans une certaine mesure les facteurs spéciaux et de caractère cyclique entrés en jeu au cours de certaines années. Au cours de la seconde période, le déficit de paiements a atteint \$2,9 milliards en moyenne et les pertes globales d'or ont dépassé \$5 milliards. A la fin de 1960, la valeur de l'encaisse-or avait été ramenée à \$17,8 milliards, et le volume des engagements envers des organismes officiels étrangers avait été porté à \$11,1 milliards. La comparaison des divers postes de la balance des paiements revêt un caractère en partie artificiel, car différents mouvements de dépenses et de recettes réagissent les uns sur les autres. C'est ainsi que l'accroissement des revenus des investissements à l'étranger conduit à une augmentation des investissements directs; de même, une partie de l'accroissement des dépenses militaires à l'extérieur fait retour aux Etats-Unis par le biais d'exportations accrues et ainsi de suite. Il demeure que, dans l'ensemble, on peut relever les changements ci-après.

D'une part, les recettes ont atteint en moyenne, un niveau plus élevé pendant la seconde période que pendant la première, parce que l'excédent de la balance commerciale a accusé une augmentation de \$500 millions environ; par ailleurs, on a noté, d'une période à l'autre, une augmentation de \$800 millions environ des revenus nets des investissements à l'extérieur. D'autre part, les décaissements ont été plus considérables, en raison de l'augmentation de \$300 millions par an en moyenne des dépenses des touristes américains, d'un accroissement de \$900 millions des dépenses militaires à l'étranger, et surtout d'une progression de \$1,7 milliard en chiffres nets des sorties de capitaux privés. De ce fait, l'accroissement des recettes de la balance commerciale et du poste «Revenus des placements à l'étranger» a été très sensiblement inférieur à celui de l'augmentation des sorties de capitaux et des autres dépenses à l'extérieur.

Faut-il conclure qu'aux environs de 1958-60, les sorties de capitaux privés des Etats-Unis revêtaient une ampleur excessive? Elles atteignaient, en moyenne, \$3 milliards par an (chiffres nets), niveau qui ne paraît pas exagéré par rapport à un produit national brut de \$475 milliards et un revenu par tête d'habitant bien supérieur à celui du reste du monde. Il est plus rationnel d'observer que,

de 1950 à 1956, le volume annuel moyen des exportations de capitaux (\$1,4 milliard) était exceptionnellement bas. Cette observation est surtout valable pour le début de la décennie et pour les années du conflit coréen. L'accélération des exportations de capitaux pendant cette période a été liée au retour à un degré plus satisfaisant de stabilité monétaire à l'étranger, en Europe en particulier, et à une détente des relations politiques internationales. A côté de l'accélération des investissements visant à mettre en valeur des sources de matières premières, la rapidité du processus de reconstruction en Europe et au Japon a offert aux entreprises américaines des occasions d'investissement avantageuses, à une époque où la pénurie de capitaux sévissait presque partout, sauf aux Etats-Unis.

La création du Marché Commun a puissamment encouragé les investissements des Etats-Unis à l'étranger et le retour à la convertibilité extérieure des principales monnaies d'Europe, en décembre 1958, a offert un climat beaucoup plus favorable et des possibilités accrues pour les mouvements internationaux de capitaux. Dans ce régime de convertibilité, les flux de capitaux sont devenus de plus en plus réceptifs aux écarts entre taux d'intérêt; cette évolution explique, en partie, la reprise d'importants mouvements de capitaux à court terme. Ces changements de structures et de climat économique et politique sont intervenus pendant la dernière partie de la période 1950-60, mais ils n'ont pas bénéficié d'occasions suffisantes pour manifester pleinement leurs effets. Les possibilités de l'accroissement des mouvements internationaux de capitaux sont apparues au grand jour à partir de l'année 1960. En outre, à la suite du rétablissement de la convertibilité et du développement des Euro-marchés, les autorités monétaires des Etats-Unis ont dû tenir compte, dans une plus large mesure, des répercussions de la conduite de leur politique sur les flux internationaux de capitaux.

Si l'accroissement des sorties de capitaux n'a pas été exagéré pour un pays aussi puissant au point de vue économique, force est de conclure que les problèmes de paiements des Etats-Unis ont été dus à l'impossibilité de dégager des excédents suffisants de la balance des opérations courantes. La progression des revenus des investissements à l'étranger a été très satisfaisante, et il était permis de faire abstraction des dépenses militaires à l'étranger, avec l'espoir que celles-ci auraient un caractère temporaire. L'insuffisance des résultats obtenus tient par conséquent à la faible augmentation des excédents de la balance commerciale, dont le montant était également peu élevé, compte tenu du volume de l'aide extérieure.

Les progrès limités réalisés du côté de la balance commerciale s'expliquent-ils par un fléchissement du potentiel de concurrence de l'industrie américaine? Les fluctuations des indices montrent que, de 1950 à 1957, le mouvement de

hausse des prix aux Etats-Unis a soutenu favorablement la comparaison avec ceux notés dans les économies d'autres pays industrialisés (voir graphique page 15). Quand on examine l'évolution des prix d'une zone à l'autre, il est essentiel de prendre en considération qu'au début, les niveaux des prix, des salaires et des coûts de production étaient beaucoup plus bas dans les autres pays industrialisés, ce qui leur a permis de supporter plus aisément qu'aux Etats-Unis les poussées de hausse intervenues par la suite. Au début de la période 1950-60, les industries d'exportation de pays comme l'Allemagne fédérale, le Japon, l'Italie, la France et les Pays-Bas n'étaient pas dotées d'un potentiel suffisant pour tirer profit du niveau peu élevé de leurs prix. Mais, du fait de la rapidité de la reconstruction et du développement de la capacité productive en Europe occidentale et au Japon, ce sont ces pays, et non pas les Etats-Unis, qui ont dégagé, dans leur balance commerciale, des excédents considérables. Si la structure des taux de change établie en 1949 ne devait pas être modifiée, les Etats-Unis ne pouvaient par conséquent pas se permettre les hausses de prix intervenues pendant le conflit coréen, ni celles de la période de surchauffe 1955-57.

On ajoutera que, dans certaines branches présentant de l'importance pour le commerce d'exportation (produits sidérurgiques, matériel de transport et machines, par exemple), le mouvement de hausse des prix aux Etats-Unis a provoqué un fléchissement significatif de leur part dans les exportations mondiales de ces produits.

En résumé, après la modification du potentiel de concurrence des Etats-Unis provoquée par la dévaluation générale de 1949 par rapport au dollar, les recettes de la balance des paiements auraient permis de supporter les charges de la reconstruction à l'étranger et de financer un volume raisonnable d'exportations de capitaux s'il n'y avait pas eu de périodes marquées par une inflation de la demande ou des salaires et des coûts de production; le destin en a toutefois décidé autrement.

La persistance de déficits et de pertes d'or considérables après 1958 a fait peser progressivement une menace sur la confiance envers le dollar et soulevé une certaine inquiétude dans les milieux officiels des Etats-Unis. Comme il était difficile d'envisager des changements en profondeur de la politique économique à l'approche des élections présidentielles de 1960, les mesures prises à l'origine pour s'attaquer au problème de la balance des paiements ont eu une portée assez limitée. Les autorités ont commencé à confier à des entreprises américaines l'exécution de commandes de matériel militaire précédemment passées à l'étranger et d'assortir l'aide au développement d'une obligation d'achat aux Etats-Unis. Elles ont demandé aux pays européens enregistrant des surplus de supporter une

fraction du coût en devises des dépenses militaires des Etats-Unis en Europe. Des membres des familles de militaires stationnés à l'extérieur ont été rapatriés. Ainsi qu'on pouvait s'y attendre, les dispositions comprenaient l'annonce de la mise en route d'un programme d'encouragements à l'exportation. Ces mesures n'ont toutefois pas eu le temps de produire leurs effets.

Les sorties d'or ont été plus considérables que pendant la période 1950-56, principalement en raison de l'importance accrue des déséquilibres de paiements. Toutefois, même si les déficits des Etats-Unis avaient été beaucoup plus modérés, leur encaisse n'en aurait pas moins subi des prélèvements, car de 1958 à 1960, les disponibilités nouvelles d'or monétaire — \$600 millions seulement par an — pouvaient difficilement couvrir les demandes des autorités du reste du monde.

La brusque poussée de hausse du cours de l'or en octobre 1960 a souligné la nécessité pour le nouveau gouvernement de s'attaquer aux problèmes du déficit extérieur et des pertes d'encaisse; les pouvoirs publics étaient cependant placés devant un dilemme. En effet, l'application des méthodes classiques d'ajustement, grâce à une action restrictive sur la demande, était inacceptable, en raison de la dépression de l'activité économique et de l'existence d'un nombre élevé de chômeurs. En vérité, le nouveau gouvernement a reconnu qu'il était assez contradictoire de vouloir obtenir un taux de croissance élevé à l'intérieur et de réduire en même temps le déficit de paiements, le problème de la conciliation de ces deux objectifs n'ayant jamais été complètement résolu.

Au début de 1961, les autorités ont publié une longue liste de mesures visant à obtenir une compression du déficit des paiements à court et à plus long terme, dont la plupart ne laissaient guère espérer de résultats très appréciables. Cependant, le volume des commandes de fournitures passées à l'étranger en exécution de programmes d'aide militaire et d'aide extérieure a été réduit; des efforts ont été tentés pour obtenir une diminution des dépenses militaires hors des Etats-Unis, la valeur des marchandises pouvant être introduites en franchise par les touristes américains de retour aux Etats-Unis a été abaissée de \$500 à \$100; les encouragements fiscaux accordés aux investissements à l'étranger devaient être abolis. L'idée s'était également accréditée qu'en encourageant les investissements aux Etats-Unis, la productivité s'améliorerait et le potentiel de concurrence des industriels serait renforcé. Enfin, et c'est un point beaucoup plus important, en publiant des directives officielles en matière d'augmentation des salaires et des prix, le gouvernement est activement intervenu pour éviter que l'inflation des coûts ne provoque un affaiblissement des possibilités de concurrence de l'industrie.

Au cours de la période 1961-65, le déficit de paiements (calculé sur la base des réserves officielles) a été sensiblement inférieur à celui de la période 1958-60:

\$1,8 milliard par an en moyenne, contre \$2,9 milliards. Toutefois, étant donné que certains pays ont effectué des remboursements anticipés de dettes à long terme envers les Etats-Unis afin d'atténuer des déséquilibres dans les règlements entre autorités monétaires, la réduction du déficit a été en moyenne de \$850 millions par an.

Les progrès les plus importants ont été réalisés du côté de la balance commerciale; cette situation a résulté en partie du développement de l'aide extérieure (dons et prêts), qui a revêtu de plus en plus largement le caractère d'une aide liée. Le volume des importations totales s'est accru modérément et les importations de voitures de tourisme, en particulier, ont considérablement fléchi au fur et à mesure que l'industrie américaine mettait sur le marché, à des prix soutenant favorablement la concurrence, des véhicules de dimensions plus réduites que les modèles courants. Du point de vue de l'orientation du cycle, les Etats-Unis et l'Europe étaient tous deux en expansion, ce qui aurait dû, à première vue, entraîner une compensation des effets du développement de l'activité sur les balances des paiements réciproques. Toutefois, le mouvement d'expansion était beaucoup plus accentué en Europe et s'est transformé, en 1961, en un état de surchauffe, caractérisé par des pressions sur le niveau des prix et une recrudescence des importations. Les Etats-Unis réalisaient aussi un taux élevé de croissance, qui leur a permis, entre 1960 et 1965, de remettre en activité une réserve considérable de main-d'œuvre et de potentiel industriel précédemment inutilisé. Aussi, leur niveau de prix a-t-il fait preuve d'un degré de stabilité sans précédent. Les excédents de la balance commerciale ont augmenté malgré un développement exceptionnel de la production nationale parce que — cet éloge leur est dû — les Etats-Unis ont fait preuve de modération en matière de relèvements de salaires et de prix. L'excédent de la balance commerciale des pays du Marché Commun a fléchi, au contraire, de \$1,7 milliard à \$1,2 milliard, entre 1958-60 et 1961-65, et les surplus de leur balance des paiements courants sont tombés de \$2,7 milliards à \$1,1 milliard.

Les Etats-Unis ont, par ailleurs, enregistré un accroissement considérable des revenus de leurs investissements à l'étranger qui ont atteint, en 1965, un chiffre record de \$6,8 milliards, contre \$1,7 milliard pour les revenus des placements de non-résidents dans le pays. Le poste «Dépenses militaires» s'est également réduit de quelque \$600 millions (en chiffres nets), en raison de l'accélération des achats d'armements aux Etats-Unis par des pays étrangers, et du fléchissement des dépenses militaires à l'étranger. Tous ces gains ont fait que la situation de la balance des paiements courants s'est très sensiblement redressée. Du côté des opérations en capital, au contraire, la tendance à l'augmentation des sorties nettes de capitaux amorcée pendant la période 1950-60 s'est maintenue. Si on considère

que le poste « Erreurs et omissions » reflète, dans une large mesure, des mouvements de capitaux, on constate que les exportations de capitaux privés sont passées de \$2,7 milliards par an en moyenne de 1958 à 1960 à \$4,5 milliards par an en moyenne de 1961 à 1965.

Tout en ayant atteint, de 1961 à 1965, un niveau inférieur à celui de la période 1958-60, le déficit de paiements est resté considérable. Aussi, le dollar a-t-il été l'objet de pressions assez continues sur le marché des changes, et les absorptions de dollars par des banques centrales étrangères ont-elles atteint un montant non négligeable. Les autorités ont essayé de faire face à cette situation de deux façons: conclusion d'une série d'arrangements visant à réduire au minimum les pertes d'encaisse, adoption d'un nouveau train de mesures destinées à comprimer directement le déficit.

Les dispositions adoptées pour limiter les pertes d'encaisse impliquaient, d'une part, l'élaboration de techniques en vue d'absorber de fortes pressions sur le dollar de caractère temporaire, mais susceptibles d'être renversées et, d'autre part, la conclusion d'arrangements spéciaux pour financer le déficit. Le Trésor d'abord, le Système de Réserve Fédérale par la suite, sont intervenus à diverses reprises sur le marché des changes lorsque le dollar était soumis à des tensions; les Etats-Unis ont pris l'initiative de créer, avec d'autres pays d'Europe, le pool de l'or, afin de maintenir, dans des limites raisonnables, les fluctuations des cours pratiqués sur le marché; un réseau d'accords de swaps réciproques entre banques centrales a été bâti et élargi progressivement au cours des années suivantes, afin de dégager des ressources de change destinées à faire face à des mouvements de fonds de caractère temporaire et excessif. En ce qui concerne les moyens plus durables de financement, les Etats-Unis ont vendu contre dollars aux institutions officielles étrangères des valeurs non négociables libellées en monnaies étrangères (Bons Roosa); les banques américaines ont été déliées de l'obligation de respecter des taux plafond pour la rémunération des dépôts à échéance fixe d'institutions officielles étrangères; les autorités ont effectué de temps à autre des tirages sur leur importante tranche-or au F.M.I.; enfin, plusieurs pays européens ont participé à cet effort en procédant à des remboursements anticipés de dettes à long terme envers les Etats-Unis.

Au cours des tentatives faites pour obtenir un redressement en profondeur de la situation des comptes avec l'étranger, les possibilités d'action offertes aux autorités américaines se sont heurtées à différents obstacles; en premier lieu, il était difficile, étant donné l'état des relations politiques internationales, d'envisager des compressions massives des effectifs américains stationnés à l'étranger. En second lieu, les autorités estimaient qu'une modification du prix de l'or en

dollars, accompagnée ou non d'aménagements de parités, n'était pas appropriée. Enfin, le maintien des taux d'intérêt à long terme à un niveau peu élevé présentait, disait-on, une très grande importance pour favoriser une augmentation du taux de croissance économique à l'intérieur: autrement dit, l'opinion publique n'acceptait pas que l'accent dans la conduite de la politique monétaire soit mis plus nettement sur des considérations touchant la balance des paiements. Une fois amorcée la hausse des taux d'intérêt en Europe après 1961, l'apparition d'un écart de taux a puissamment contribué à accélérer les sorties de capitaux des Etats-Unis. Les autorités se sont limitées, par l'intermédiaire d'une technique connue sous le nom d'«opération twist», à faire monter les taux d'intérêt à court terme et à éviter que le mouvement ne s'étende au compartiment à long terme du marché. De l'avis de certains observateurs, en raison de l'existence d'un déséquilibre international des paiements, une modification était nécessaire, de part et d'autre de l'Atlantique, dans le dosage des éléments budgétaire et monétaire des politiques suivies. Mais des difficultés politiques ont empêché, semble-t-il, d'entreprendre une action efficace dans cette direction. La forte réduction du déficit du poste «Opérations en capital» enregistrée aux Etats-Unis en 1966, au moment où les autorités appliquaient une politique monétaire rigoureuse pour combattre la poussée inflationniste interne, montre que des résultats appréciables auraient pu être obtenus plus rapidement dans ce domaine si une politique de ce type avait été mise en œuvre.

Quoi qu'il en soit, les autorités ont fait appel à de nouvelles mesures de contrôle direct pour limiter l'accélération des sorties de capitaux. A partir du milieu de 1963, elles ont frappé d'une taxe d'égalisation des taux d'intérêt les achats de valeurs mobilières étrangères par des résidents américains; en 1965, elles ont mis en route des programmes de caractère volontaire afin de limiter l'octroi de prêts par les banques à des non-résidents et les investissements directs des entreprises américaines à l'étranger. L'Export-Import Bank a élargi ses facilités de financement et d'assurance-crédit à l'exportation. Il est difficile de dire dans quelle mesure ces dispositions ont contribué à provoquer un redressement, d'abord parce qu'il y a toujours des fuites, ensuite parce que leur annonce a peut-être porté atteinte à la confiance. En tout état de cause, elles ont fourni le cadre général des dispositions de contrôle plus étendues et plus rigoureuses annoncées le 1er janvier 1968.

Le fléchissement des réserves d'or pendant la période 1961-65 a été très sensiblement inférieur, en moyenne, à celui des années 1958 à 1960, mais ce ralentissement s'explique beaucoup plus par les mesures utilisées pour le financement du déficit que par la compression du déficit moyen lui-même. En outre, du fait des tensions qui se manifestaient à cette époque, d'autres pays faisaient montre

d'une certaine réserve à effectuer des conversions en or d'avoires officiels en dollars. Au cours de l'ensemble de la période 1961-65, les Etats-Unis ont reçu, en provenance du pool de l'or, des transferts de métal atteignant un montant très appréciable pendant que la France procédait, par suite d'un changement de sa politique de réserves, à des conversions en or, auprès de la Trésorerie américaine, d'un volume important d'avoires en dollars.

Pour la période 1966-67, on a rappelé plus haut quelles ont été les répercussions défavorables de la guerre au Viêt-nam, et plus spécialement de l'inflation de la demande qui l'a accompagnée sur les comptes extérieurs des Etats-Unis. Il est permis d'espérer que l'élimination de ces facteurs et le renouveau d'expansion dans le continent européen contribueront à provoquer une réduction significative du déficit.

* * *

L'élan de la demande, noté pendant les derniers mois de 1967, s'est intensifié jusqu'à présent. Pendant le premier trimestre, le produit national brut s'est accru de \$20 milliards, en raison de la forte progression de toutes les principales composantes de la demande finale d'origine intérieure. Le ratio des dépenses de consommation par rapport au revenu disponible a fait, en particulier, un bond très prononcé par rapport au niveau, quelque peu inférieur à la «normale», auquel il s'était tenu pendant la seconde moitié de 1967. Pour juger de la situation inflationniste où se trouve le pays, il suffit de considérer que l'accroissement de la production en termes réels a représenté les trois cinquièmes seulement de l'augmentation du produit national brut. Le fléchissement du taux de chômage à 3,5% des effectifs disponibles en avril (niveau le plus bas depuis quinze ans) donne une idée de la pression exercée sur les ressources. Au cours du premier trimestre de 1968, les prix de gros des produits industriels ont progressé à une cadence annuelle de 4,4% et le pourcentage d'augmentation des prix de détail a été très voisin de 4%. A la suite des dernières négociations comportant des relèvements de salaires, les gains horaires moyens augmentent au rythme annuel de 6% environ.

Le budget fédéral prévoit, pour l'exercice 1968-69, une compression de \$11,8 milliards du déficit par rapport à celui de l'exercice 1967-68 (sur la base du nouveau concept de budget unifié). En raison de l'augmentation de \$3,3 milliards des dépenses militaires et de \$5,4 milliards des dépenses de caractère social, l'exécution du budget général aura néanmoins sur l'économie un effet stimulant appréciable. Toutefois, il est essentiel de considérer que le budget repose sur une aggravation de la fiscalité, dont on escompte quelque \$13 milliards de recettes supplémentaires pendant l'exercice 1968-69. En l'absence de ce supplément de recettes, le

déficit serait beaucoup plus considérable que pendant les exercices précédents. Ce n'est donc pas sans quelque étonnement que l'étranger constate que le projet de relèvement des impôts reste en suspens devant le Congrès. A la fin du mois de mai, des indices donnaient toutefois à penser qu'un nouveau train de mesures, comprenant à la fois un relèvement des impôts et des compressions de dépenses, pourrait recevoir un accueil favorable au Congrès.

Pour des raisons d'ordre interne et externe, le Federal Reserve System a appliqué une politique restrictive assez sévère et le mouvement d'expansion de la masse monétaire s'est régulièrement ralenti ces derniers mois. Après deux augmentations d'un demi-point, le 15 mars et le 19 avril, le taux de réescompte a été fixé à 5 ½ %, niveau le plus élevé depuis 1929, confirmant l'intensité du resserrement monétaire. Les plafonds de taux payables sur des certificats de dépôt d'un montant important ont aussi été relevés. En liaison avec cette action restrictive, le taux de rendement des Bons du Trésor a progressé de 5,10 % au milieu de mars à 5,85 % à la fin mai; le « prime rate », quant à lui, a été porté à 6 ½ % et les autres taux du marché augmentés de même. Les restrictions ont été toutefois appliquées plus modérément qu'en 1966, vraisemblablement pour éviter de provoquer des bouleversements sur le marché du crédit. Mais, ceci signifie que ces mesures n'ont pas eu (pour le moment du moins) un effet de freinage du même ordre sur le développement du boom. Des restrictions de crédit d'une sévérité excessive pouvaient d'ailleurs avoir des répercussions défavorables sur le plan international en provoquant un afflux massif de fonds à court terme aux Etats-Unis.

Le premier trimestre de 1968 a été caractérisé par un nouveau fléchissement de l'excédent de la balance commerciale. Les statistiques du commerce extérieur du mois de mars ont été particulièrement décevantes, et la balance commerciale a effectivement accusé, en raison principalement d'un recul des exportations, un déficit de \$158 millions. Cette nouvelle aggravation de la situation de la balance commerciale est attribuée principalement aux conflits sociaux qui ont éclaté, ou menacent d'éclater, dans l'industrie du cuivre, la sidérurgie et le port de New-York. Les répercussions de l'excédent de demande d'origine interne sur le commerce extérieur demeurent toutefois la cause principale de l'insuffisance des résultats d'ensemble obtenus par les Etats-Unis dans leurs échanges avec l'étranger.

Pendant les trois premiers mois de 1968, le déficit de la balance des paiements sur la base des liquidités a été ramené à \$600 millions, contre \$1.850 millions au cours du dernier trimestre de 1967. Sur la base des transactions entre autorités monétaires, il a fléchi de \$1.205 millions à \$520 millions d'un trimestre à l'autre. Quelle que soit la base retenue, la cadence annuelle des déficits du premier trimestre de 1968

(\$2,4 milliards sur la base des liquidités, \$2,1 milliards sur la base des règlements entre autorités monétaires) est inférieure à celle de 1967, mais elle demeure considérable.

Il est encore trop tôt pour apprécier les résultats du nouveau train de mesures destinées à redresser la balance des paiements. Le projet de loi relatif à l'application d'une taxe sur les dépenses des touristes américains à l'étranger n'a pas encore été mis au point par le Congrès, et les perspectives d'accroissement de l'excédent de la balance commerciale en cours d'année ne paraissent pas encourageantes. En ce qui concerne les modalités du contrôle des exportations de capitaux, des précisions ont été fournies et des exemptions ont été annoncées. C'est ainsi que le Canada bénéficiera d'une dispense totale, à condition de prendre les dispositions utiles pour empêcher que son marché des capitaux ne soit utilisé comme intermédiaire par d'autres pays. Les banques américaines seraient près d'atteindre l'objectif de \$400 millions qui leur a été fixé pour la réduction de leurs encours envers des non-résidents. L'intensité des demandes de capitaux adressées par des sociétés américaines à des places étrangères donne à penser qu'elles ralentissent leurs transferts de fonds vers l'étranger pour financer des investissements directs; enfin, la hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis provoquera peut-être des entrées de fonds. En tout état de cause, le dollar a fait preuve d'une assez grande fermeté sur le marché des changes depuis que le pool de l'or a cessé d'apporter un soutien au marché.

En mai, des discussions pouvant aboutir à un règlement du conflit vietnamien ont été entamées à Paris. L'heureuse issue de ces négociations aurait évidemment des conséquences importantes sur la situation économique intérieure et extérieure des Etats-Unis.

L'or.

Les causes principales de la crise de l'or de 1967-68 ont été l'aggravation de la situation de la balance des paiements et des réserves de la Grande-Bretagne et des Etats-Unis, et, en particulier, les répercussions de la dévaluation de la livre. Mais, dans ce domaine aussi, les événements des douze mois écoulés ne peuvent être compris qu'à la lumière des tendances qui se sont dessinées au cours des années précédentes.

En raison de l'accélération du mouvement de fuite devant la livre déclenché pendant le quatrième trimestre de 1967 et intensifié par une attaque d'envergure de la spéculation contre cette monnaie, le volume des demandes adressées au marché de l'or a également augmenté. Les ventes journalières nettes (trois ou quatre tonnes

environ en temps normal) ont atteint fréquemment le double de ce niveau pendant les semaines précédant la dévaluation. La demande a touché des chiffres records pendant la semaine qui a suivi le 18 novembre. Il s'est produit également une fuite devant le dollar vers d'autres monnaies, et cette spéculation intense a été alimentée, entre autres facteurs, par l'annonce que la France ne participait plus depuis juin à l'approvisionnement du marché par l'intermédiaire du pool de l'or. Le 26 novembre 1967, les membres participants du pool de l'or ont tenu une réunion à Francfort pour examiner la situation. Après avoir fait part de leur résolution de continuer à stabiliser le marché de l'or au prix plafond officiel et de défendre les parités de change existantes, les participants ont adopté une série de mesures destinées à atténuer les pressions exercées sur le marché. Ces dispositions visaient, entre autres, à maintenir un degré de liquidité suffisant sur le marché de l'Euro-dollar, à décourager les achats d'or à terme, à limiter le financement des acquisitions de métal à crédit par les banques et à empêcher des autorités monétaires de se procurer de l'or sur le marché.

Après une courte accalmie, les achats ont repris vers le milieu de décembre, en raison des craintes de fermeture du marché de Londres. Une détente est intervenue à la fin de ce mois, les autorités ayant donné une fois de plus l'assurance que ni le prix de l'or, ni les arrangements régissant le fonctionnement du marché des métaux précieux ne seraient modifiés. Pour se faire une idée approximative de l'étendue des opérations de soutien effectuées par le pool de l'or, en vue de maintenir les cours aux environs de \$35,20 l'once, il suffit d'observer que les encaisses des pays du monde occidental (y compris celles des organismes internationaux) ont fléchi de \$1,4 milliard pendant le quatrième trimestre de 1967.

Au début de 1968, l'annonce d'un nouveau programme de redressement de la balance des paiements des Etats-Unis a provoqué un relâchement des tensions et le cours a temporairement fléchi au-dessous de \$35,14 l'once. Un calme relatif a régné pendant tout le mois de février, en raison de l'existence d'une très forte position longue, mais une nouvelle vague d'ordres d'achat est apparue au début de mars. La confiance n'a pu être rétablie, malgré une nouvelle déclaration faite par les pays membres du pool de l'or à l'occasion de la réunion mensuelle des Gouverneurs des banques centrales à Bâle le 10 mars. Les pressions de caractère spéculatif ont, au contraire, revêtu, au cours des jours suivants, une intensité telle que la décision a été prise de fermer le marché de Londres le vendredi 15 mars. Ce jour-là, les transactions sur or ont atteint un volume peu élevé à Zurich, mais elles ont été très étouffées sur la place de Paris, où le cours a dépassé \$44 l'once.

Dès la fin de cette même semaine, les Gouverneurs des banques centrales des pays membres du pool de l'or se sont réunis à Washington pour procéder à un

nouvel examen de la situation. Le communiqué publié à l'issue de ces entretiens souligne que «le gouvernement des Etats-Unis continuera, dans ses transactions avec les autorités monétaires, à acheter et à vendre de l'or à \$35 l'once. Les Gouverneurs appuient cette politique, estimant qu'elle favorise le maintien de la stabilité des changes». En outre, les Gouverneurs ont exprimé leur conviction que «les encaisses officielles doivent dorénavant servir exclusivement à effectuer des transferts entre autorités monétaires» et sont par conséquent convenus «de ne plus fournir désormais d'or au marché de Londres ni à tout autre»; par ailleurs, «étant donné que les stocks d'or monétaire actuels sont suffisants eu égard à la mise en place prochaine de facilités nouvelles sous forme de droits de tirage spéciaux, les Gouverneurs n'estiment plus nécessaire d'acheter de l'or au marché. Enfin, ils décident de ne plus vendre de l'or à des autorités monétaires pour leur permettre de remplacer le métal cédé sur des marchés privés». Le texte du communiqué invite également «d'autres banques centrales à apporter leur soutien aux politiques ainsi définies».

Les arrangements du pool de l'or, conçus en vue d'éviter le franchissement d'un cours limite sur le marché, ont été par conséquent suspendus. Tandis que les transferts de métal entre autorités monétaires continueront de s'effectuer à \$35 l'once, le marché pourra trouver en toute liberté un prix d'équilibre en fonction de l'offre et de la demande. Aux termes d'une décision de la Banque d'Angleterre, le marché de Londres a été fermé pendant quinze jours; lors de la séance de réouverture le 1^{er} avril, le cours s'est établi à \$38 l'once; pendant l'interruption des transactions à Londres, il avait atteint entre \$37 et \$40 sur d'autres places. Bien que l'étendue de la position spéculative ait été probablement de l'ordre de \$1,5 milliard, les cours du marché se sont établis au-dessus de \$42 l'once pendant la seconde quinzaine de mai.

Avant la vague d'achats qui a conduit aux décisions de Washington, la situation générale de l'offre et de la demande de métal avait été défavorable pendant toute l'année 1967. Du côté de l'offre, la valeur de la production du monde occidental a accusé, en 1967, un léger recul pour la première fois depuis 1953 (de \$1.440 millions à \$1.410 millions). Par ailleurs, pour la seconde année de suite, les autorités soviétiques n'ont pas vendu d'or. De ce fait, l'offre totale de métal nouveau a atteint son niveau le plus bas depuis 1960. Au surplus, pendant le deuxième semestre de 1967, les approvisionnements venant sur le marché ont été inférieurs à la production courante, par suite d'un excédent de la balance des paiements de l'Afrique du Sud. Par rapport à 1966, le fléchissement de la production d'or dans le monde occidental a été de l'ordre d'un million d'onces, l'extraction dans chacun des trois principaux pays producteurs (Afrique du Sud, Canada et Etats-Unis) ayant fléchi d'un peu plus de 300.000 onces.

Origines et utilisations de l'or

Postes	1965	1966	1967
	en millions de dollars E.U.		
Production d'or	1.440	1.440	1.410
Ventes de l'U.R.S.S.	550	—	—
Total	1.990	1.440	1.410
Augmentation des réserves officielles de métal du monde occidental	215	— 50	— 1.600
Autres utilisations	1.775 ¹	1.490 ²	3.010 ³

¹ Y compris les achats de la Chine, évalués à \$ 150 millions. ² Y compris les achats de la Chine, évalués à \$ 75 millions. ³ Y compris les achats des pays ne faisant pas partie du monde occidental, évalués à \$ 200 millions.

Les absorptions de métal par l'industrie et par des détenteurs autres que les autorités monétaires des pays occidentaux ont dépassé, pendant chaque trimestre de 1967, le volume des offres nouvelles. A la fin de septembre dernier, la valeur des encaisses officielles du monde occidental était inférieure de \$225 millions à celle du mois de décembre 1966. En raison du prélèvement de \$1,4 milliard intervenu pendant le quatrième trimestre, l'excédent des demandes par rapport aux offres sur le « marché » s'est établi à \$1,6 milliard pour l'année 1967 tout entière. Le volume global des demandes sur le « marché » a atteint \$3 milliards en 1967, soit à peu près le double du niveau de l'année précédente. En tenant compte des achats effectués par des pays du bloc oriental pendant chacune des deux années écoulées, on peut estimer que la demande d'or à des fins non monétaires émanant des pays occidentaux a doublé, passant de \$1,4 milliard en 1966 à \$2,8 milliards en 1967.

Si la crise de l'or a atteint son point culminant en mars 1968, et non pas à un autre moment, c'est parce que le phénomène a été lié à la dévaluation de la livre et à l'aggravation de la situation des comptes extérieurs des Etats-Unis. Il y a lieu toutefois de remarquer que la relation fondamentale entre l'offre de métal nouveau et la demande globale a subi des modifications depuis 1960. Cette évolution permettait de prévoir que la position du pool de l'or se révélerait tôt ou tard difficilement tenable. Le pool de l'or a été créé à la suite de la crise d'octobre 1960, au moment où la demande d'or des particuliers et des autorités monétaires avait revêtu une très grande intensité. Comme il n'existait aucun mécanisme approprié permettant de combler des déséquilibres temporaires entre la demande et l'offre, cette lacune a été à l'origine d'une vive poussée de hausse sur le marché de Londres et de l'apparition d'un écart considérable entre les cours pratiqués (qui ont parfois atteint jusqu'à \$40 l'once pour certaines transactions) et le prix officiel. Les causes immédiates de la crise résidaient dans l'existence d'un déficit extérieur considérable aux Etats-Unis depuis 1958, combiné avec des incertitudes au sujet de l'orientation future de leur politique de l'or. A cette époque — et c'était le trait dominant de la

situation — une fraction de la production d'or nouveau demeurait toutefois disponible chaque année pour renforcer les réserves monétaires. En dépit de la crise d'octobre, les encaisses des pays du monde occidental se sont effectivement accrues de \$310 millions en 1960. Le pool de l'or avait donc pour but principal d'éliminer des perturbations temporaires du marché, étant entendu toutefois que ses achats et ses ventes devaient chaque année laisser un excédent net. Dès 1967, même en faisant abstraction des facteurs spéciaux entrés en jeu cette année, ce raisonnement ne reposait plus que sur des assises assez fragiles.

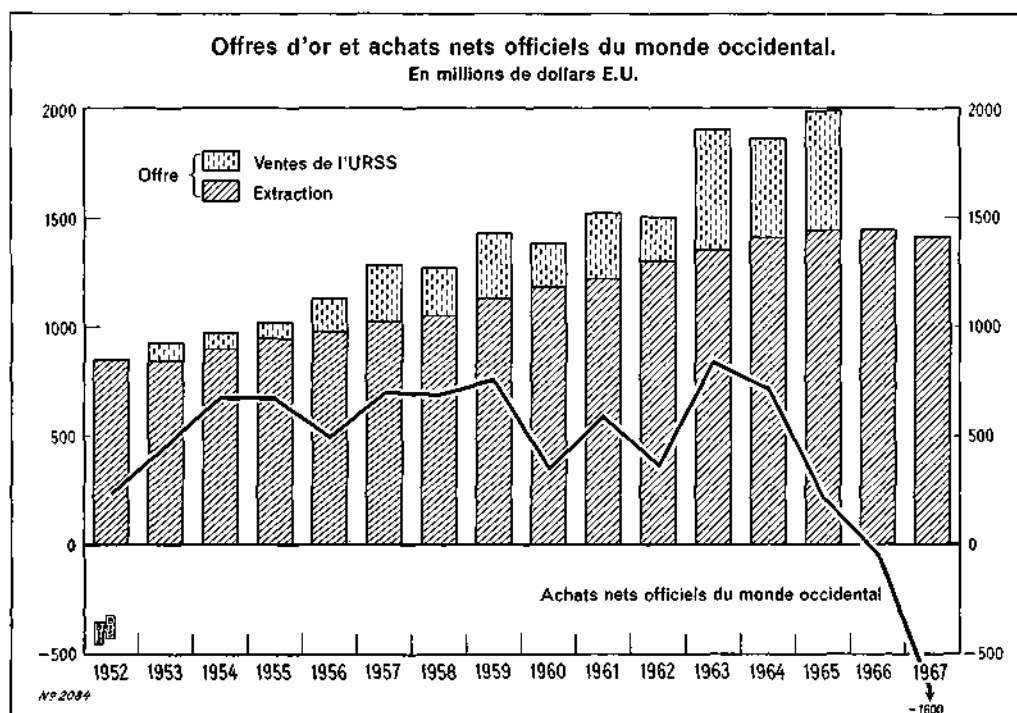
La crise de 1960 a éclaté à une époque où, depuis un certain nombre d'années, le métal nouveau laissé à la disposition des autorités monétaires avait représenté un volume non négligeable. De 1954 à 1959, les encaisses du monde occidental avaient pu être renforcées, en effet, à un rythme de \$650 millions par an en moyenne, presque égal au double de celui des six années précédentes. Le renforcement a été possible en raison de la mise en exploitation de nouveaux gisements dans l'Etat libre d'Orange et de l'entrée dans le marché de l'Union Soviétique qui l'alimentait régulièrement. Les deux facteurs sont entrés simultanément en jeu à partir de 1953, de sorte qu'en 1959, le volume total de l'offre d'or nouvellement extrait a atteint un montant de \$1.425 millions, contre \$925 millions six ans auparavant. Exprimée en pourcentage, l'augmentation était égale à 55% mais, pendant la même période, la demande d'or à des fins non monétaires s'est accrue de 125%. En 1956, année de la crise de Suez, la demande de caractère non monétaire a très sensiblement progressé (\$640 millions contre \$350 millions l'année précédente). Toutefois — et ce fait est plus significatif — elle a atteint, pendant chacune des trois années suivantes, et en l'absence de tensions politiques aussi graves, plus de \$600 millions par an en moyenne. L'importance de ce chiffre donnait à penser que la tendance fondamentale de la demande était fortement orientée à la hausse; elle indiquait également que les détenteurs étaient résolus à ne pas se dessaisir du métal acheté pendant la crise de Suez.

La crise de l'or en 1960 a réveillé brutalement la demande de métal à des fins non monétaires qui a atteint \$1.070 millions pour l'ensemble de l'année. Comme après les événements de Suez, la demande n'a pas fléchi sensiblement par la suite; elle s'est établie à \$1.065 millions par an en moyenne au cours de la période 1961-64, marquée, entre autres, en 1962, par la crise de Cuba. Le niveau annuel le plus faible de ces quatre années a été de \$910 millions, soit un tiers environ de plus que le maximum noté avant 1960.

Bien que la demande de caractère non monétaire se soit tenue à un palier beaucoup plus élevé à partir de 1960, les apports d'or aux encaisses officielles

ont représenté, de 1960 à 1964, une valeur de \$550 millions par an en moyenne, soit \$100 millions de moins seulement que la moyenne annuelle de la période 1953-59. L'extraction dans les pays du monde occidental a continué à progresser, en raison de la mise en exploitation de nouvelles mines en Afrique du Sud; d'autre part, les ventes d'or de l'Union Soviétique, effectuées au moment du règlement des importations exceptionnelles de blé étranger, ont atteint \$500 millions en 1963 et en 1964. La valeur de l'offre totale d'or en 1964 a été portée à \$1.855 millions, soit 30% de plus qu'en 1959. Pendant le même temps, la demande des particuliers s'est accrue de 70%, malgré l'absence à peu près totale d'indices d'achats spéculatifs sur le marché en 1964.

La valeur de l'offre de métal a atteint un nouveau maximum d'un peu moins de \$2 milliards (dont \$550 millions, niveau record, de ventes pour le compte de l'Union Soviétique) en 1965. La plus grande abondance des apports a été toutefois complètement éclipsée par une expansion de plus de \$600 millions de la demande à des fins non monétaires, portant celle-ci à \$1.775 millions, dont \$150 millions d'achats par la Chine. Dans ces conditions, le solde disponible pour le renforcement des encaisses officielles a été de \$215 millions seulement. Alors que les deux pays à monnaie de réserve enregistraient en même temps un déficit extérieur, la demande des particuliers a été stimulée, au début de l'année, par l'annonce que la France convertirait désormais en métal ses surplus de paiements,



et par la prise de position du gouvernement français en faveur d'un retour à l'étalon-or. Un peu plus tard, en cours d'année, le conflit entre l'Inde et le Pakistan et la guerre au Viêt-nam ont donné une nouvelle impulsion aux achats d'or des particuliers.

En 1966, la situation du côté de l'offre s'est complètement modifiée. Pour la première fois depuis 1952, on n'a pas relevé de ventes de l'Union Soviétique. Par ailleurs, la production du monde occidental, dont la tendance à l'accroissement se ralentissait depuis un an ou deux, a complètement cessé de progresser. La valeur de l'offre totale d'or nouvellement extrait est par conséquent tombée de \$1.990 millions à \$1.440 millions. Bien que la demande d'or à des fins non monétaires ait été également inférieure à celle de 1965, elle a atteint pourtant un volume suffisant pour provoquer un léger fléchissement (\$50 millions) des encaisses des pays occidentaux.

En 1967, la situation de l'or était par conséquent devenue précaire; par rapport à celle des douze ou vingt-quatre mois précédents, les principales différences se manifestaient du côté de l'offre: plafonnement de l'extraction dans le monde occidental, absence de ventes par l'Union Soviétique. Envisagé sous une perspective plus étendue, ce changement avait toutefois sa source principale dans une progression très accentuée de la demande de caractère non monétaire, dont le volume avait doublé, en fait, depuis 1956, et se tenait à presque 50% au-dessus du niveau atteint en 1960.

En théorie, les demandes d'or des particuliers peuvent être classées en trois catégories: utilisation à des fins industrielles, épargne ou investissements sous forme d'or qui peuvent comprendre, à côté de l'épargne traditionnelle, la détention d'avoirs en métal d'un montant considérable pour se garantir contre un risque particulier auquel une monnaie se trouve exposée; enfin, à plus court terme, des positions spéculatives prises dans l'attente d'un relèvement possible du prix du métal ou d'une raréfaction de l'or disponible. Au point de vue statistique, en revanche, une distinction n'est possible qu'entre les données chiffrées des utilisations d'or dans l'industrie communiquées par un certain nombre de pays, d'une part, et la totalité des autres demandes de caractère non monétaire, d'autre part. Les renseignements les moins incomplets dont on dispose couvrent le volume des utilisations d'or par l'industrie dans douze pays à revenu élevé. Ils montrent que, de 1956 à 1966, le volume des absorptions d'or par l'industrie a presque triplé, passant de quelque \$170 millions à un peu plus de \$500 millions environ. L'explication de ce mouvement peut être trouvée en partie dans l'accroissement des revenus (pour la bijouterie notamment), en partie dans les nouvelles utilisations de l'or par les industries de l'électronique et de l'espace; mais son étendue donne

toutefois à penser que le maintien de la fixité du prix de l'or dans un climat de hausse générale des prix a également joué un rôle pour stimuler la demande. Il est permis d'estimer que les utilisations d'or à des fins industrielles dans l'ensemble du monde occidental ont augmenté, en gros, de \$250 millions à \$750 millions pendant la période considérée.

Si on admet que l'absorption totale de métal par l'industrie a triplé approximativement entre 1956 et 1966, on constate que la demande à caractère non industriel des particuliers a été multipliée par cinq environ, passant de \$150 millions à \$750 millions. Le mouvement s'est effectué, en majeure partie, en quatre bonds: en 1956, au moment de la crise de Suez; en 1960, lors de la flambée des cours sur le marché; en 1962, sous l'effet de la crise de Cuba, et en 1965. Dans tous les cas, la recrudescence brutale de la demande a été liée à des événements politiques ou financiers de la plus haute importance. Dans tous les cas également, et en dépit de quelques réactions après les poussées de hausse, la demande s'est maintenue ensuite à un niveau sensiblement supérieur à celui de la crise précédente. Ce phénomène montre qu'une importante fraction de l'or acheté au cours de chaque crise a été conservée de façon durable sous forme d'épargne, et aussi que ces perturbations répétées ont porté, semble-t-il, le volume de l'épargne ou des opérations de couverture sous forme d'achats d'or à un niveau en constante augmentation.

En résumé, l'accroissement de la demande d'or de caractère non monétaire, depuis le milieu de la période 1950-60 jusque vers 1965, n'a pas été provoqué, dans une large mesure, par des opérations spéculatives à court terme; elle a reflété essentiellement une augmentation des achats de l'industrie et de la thésaurisation. Tout en ne demeurant pas insensible au maintien de la stabilité du prix de l'or et au déclin persistant de l'encaisse des Etats-Unis, cette demande a abouti, en 1966, à absorber la presque totalité de la production courante du monde occidental. Lorsque la vague puissante d'achats à des fins spéculatives a déferlé vers la fin de 1967 et pendant le premier trimestre de 1968, il a fallu y faire face en totalité par prélèvements sur les réserves des pays participant au pool de l'or. Comme il n'existait aucun moyen pratique de garantir le cours plafond de \$35 l'once et d'assurer indéfiniment le libre accès au marché, il était impossible, en pratique, de ramener l'absorption de métal à son niveau d'avant la crise. On ne saurait s'étonner, dans ces conditions, que le pool de l'or ait décidé de mettre un point final à ses opérations de soutien.

* * *

Depuis ces changements spectaculaires dans le domaine des relations monétaires et des paiements internationaux, il ne s'est pas écoulé assez de temps pour prévoir avec précision quelle sera l'évolution des douze mois qui vont suivre,

d'autant plus que l'importante innovation constituée par le projet d'ouverture, au sein du F.M.I., d'une facilité dénommée droits de tirage spéciaux, vient à peine de prendre forme et d'être soumise à l'approbation des États membres. Ce nouvel instrument des liquidités internationales, dont on trouvera une description au Chapitre IV du présent Rapport, est particulièrement riche de promesses du point de vue de l'accroissement du degré de souplesse du système mondial des paiements. Pour assurer le succès à plus long terme de cette entreprise, il importera, en revanche, que les droits de tirage spéciaux soient utilisés de manière à pouvoir être universellement acceptés.

II. L'ÉVOLUTION ÉCONOMIQUE DANS LES PAYS CONTINENTAUX D'EUROPE, AU CANADA ET AU JAPON.

En 1967, pour la troisième année de suite, le rythme d'accroissement de la production, exprimé en termes réels, a fléchi dans les pays occidentaux du continent européen. Comme aux Etats-Unis, ce ralentissement a fait suite à une série d'actions concertées, menées pendant l'année précédente pour venir à bout de certains excès inflationnistes, principalement grâce à la mise en œuvre de restrictions de crédit. Cependant, sauf pour un nombre limité de pays, Suède, Danemark et, dans une moindre mesure, peut-être, Allemagne fédérale et Pays-Bas, les considérations touchant la balance des paiements n'ont pas joué un rôle important. Dans l'ensemble, le problème de l'inflation a revêtu presque partout une assez grande acuité, sauf en France et en Italie. La réaction la plus vive est venue de l'Allemagne fédérale, qui a enregistré, pour la première fois depuis la fin de la guerre, une récession d'une certaine gravité.

Au cours de 1967, tous les pays continentaux d'Europe occidentale ont rétabli une certaine aisance monétaire et nombre d'entre eux se sont également efforcés de ranimer l'activité par des mesures relevant de la politique budgétaire. L'Allemagne fédérale, où la reprise s'est quelque peu accélérée au cours de l'automne, a joué à cet égard un rôle prépondérant. Depuis le début de 1968, l'activité a fait des progrès assez satisfaisants dans presque tous les pays, favorisée, dans une large mesure, par le maintien de conditions faciles d'accès au crédit.

Dans les pays de l'Europe de l'Est (voir pages 107 à 110), la tendance au ralentissement du mouvement de croissance amorcée à partir de 1960 a été maintenant contrecarrée, semble-t-il, et, en 1967, les résultats de l'industrie ont été particulièrement bons. En Yougoslavie, par contre, l'expansion a été freinée par l'application de restrictions de crédit visant à empêcher un gonflement excessif du volume des revenus nominaux.

Au Canada, la cadence d'augmentation de la production, depuis le début de 1967, a été insuffisante pour permettre l'utilisation des effectifs croissants de main-d'œuvre. Les salaires et les prix n'en ont pas moins continué de monter à une allure excessive, et la politique monétaire et budgétaire a dû s'orienter dans un sens restrictif. Un retour à plus de modération s'est également imposé au Japon, où un déficit considérable des comptes extérieurs s'est manifesté dès que le boom a atteint un stade avancé.

Production, salaires et prix.

On peut distinguer deux phases dans l'évolution de la production et de l'emploi, l'an dernier, sur le continent européen: ralentissement et même recul jusqu'en été, suivis d'une reprise dont la vigueur s'est accrue vers la fin de l'année.

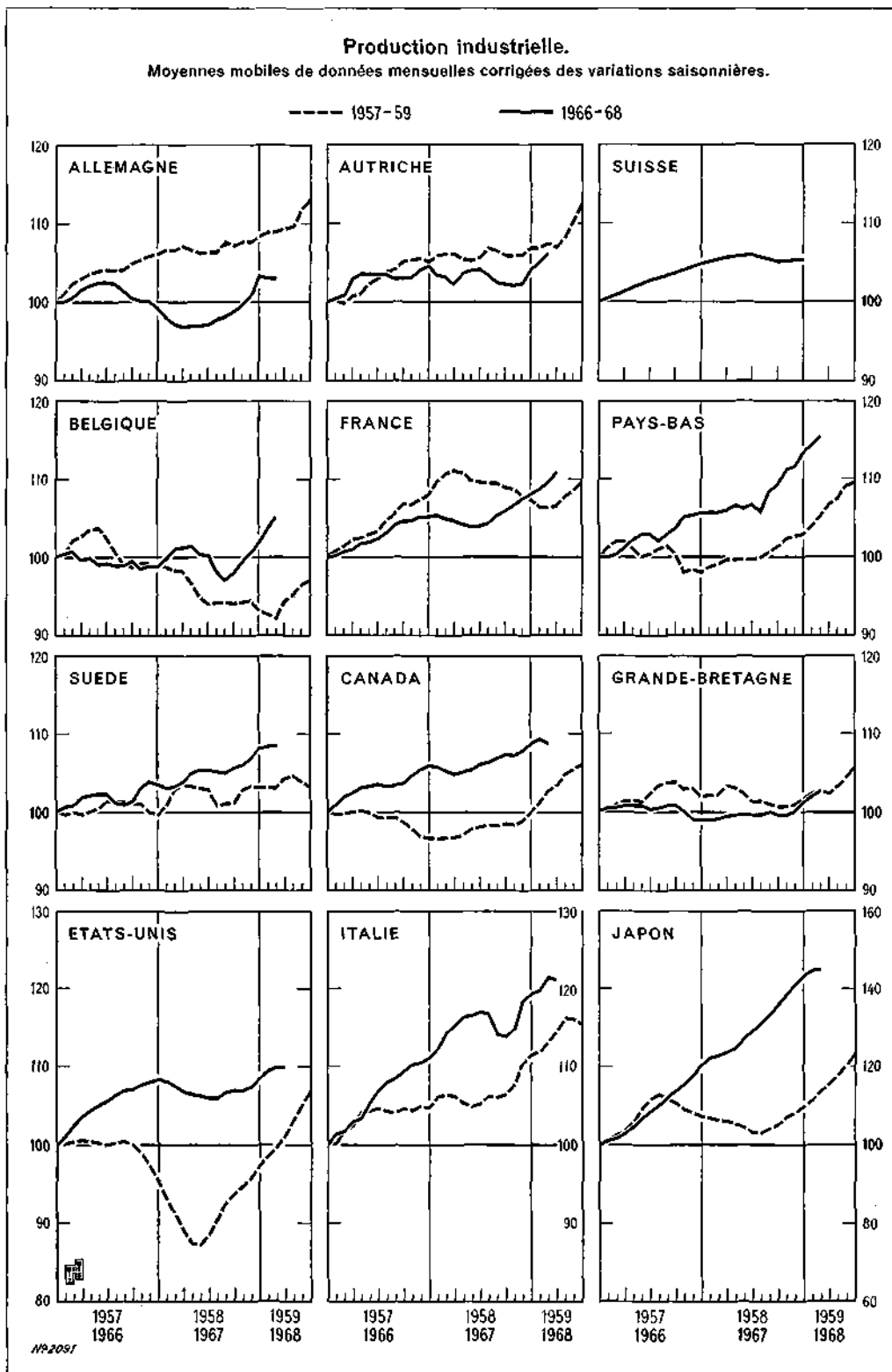
La première phase a été caractérisée par le ralentissement d'activité le plus accentué depuis la récession de 1957-58. Il n'est donc pas sans intérêt de comparer l'évolution de la production dans les différents pays au cours des deux périodes. Le graphique de la page suivante établit un rapprochement entre les mouvements de la production industrielle de la période 1966-68 et ceux de la période 1957-59.

Dans l'ensemble, le freinage de la production en 1966-67 n'a été ni aussi prononcé, ni aussi généralisé que celui de 1957-58, sauf en Allemagne fédérale, où le fléchissement du taux de croissance avait été limité pendant la première période. En Autriche, et probablement aussi en Suisse, le mouvement a été plus accentué pendant la seconde période que pendant la précédente.

En France, au contraire, la diminution de la production a été beaucoup moins prononcée, qu'en 1958, année pendant laquelle la récession avait constitué une réaction au vif mouvement d'expansion inflationniste de 1956-57. En Belgique, également, le fléchissement de la production du début de 1966 à l'été 1967 a revêtu beaucoup moins d'intensité qu'en 1957-58. En Italie, où le développement de la production industrielle avait eu tendance à plafonner en 1957-58, et aux Pays-Bas, où le déclin s'était poursuivi pendant toute l'année 1957, le mouvement de croissance s'est déroulé, de 1966 à 1967, à une cadence assez satisfaisante. En Suède, la production industrielle a accusé peu de déviations par rapport à une tendance à l'expansion qui s'est maintenue au cours des deux périodes d'ajustement.

Au Canada, après un léger ralentissement pendant les mois d'hiver, la production a commencé d'augmenter à partir d'avril 1967. Au Japon, elle s'est vigoureusement accrue pendant la totalité de l'année.

Sur le continent européen, la tendance au fléchissement s'est renversée pendant l'été de 1967. La reprise est intervenue en Allemagne fédérale, au moment où l'activité s'inscrivait déjà en progrès aux Etats-Unis et au Canada. En France, la tendance de la production s'est également orientée vers l'expansion, pendant que l'activité s'accélérait fortement aux Pays-Bas. D'autres pays, en revanche, n'ont réalisé des gains de production qu'avec un certain décalage. A la fin de 1967 et au début de 1968, la production industrielle de la plupart des pays se tenait bien au-dessus du niveau noté douze mois auparavant.



D'une manière générale, ces divergences entre les mouvements de la production se sont reflétées dans les fluctuations des salaires et des prix. Dans les pays où l'activité productrice avait accusé le ralentissement le plus accentué, les pressions à la hausse sur les salaires et les prix s'étaient, semble-t-il, nettement atténuées, encore qu'il soit difficile de porter, à cet égard, un jugement faisant autorité, faute de données homogènes. En Allemagne fédérale et en Autriche, la cadence de progression des gains horaires s'était nettement ralentie, au début de 1967, et une certaine tendance à la détente se manifestait également en Belgique et en Suède. D'autres pays, en revanche, ne communiquent des renseignements à intervalles réguliers que sur les mouvements des taux de salaires, qui sont beaucoup moins sensibles à des fluctuations du niveau de la demande et de la production. En Suisse, les taux de salaires ont progressé un peu plus lentement l'an dernier. En France, au contraire, l'augmentation s'est poursuivie à un rythme soutenu, malgré le fléchissement de la production. En Italie et aux Pays-Bas, où la production a fait preuve d'une très grande activité pendant la majeure partie de 1967, la tendance à la hausse des taux de salaires ne s'est en général pas modifiée. Enfin, au Canada et au Japon, la progression des gains s'est poursuivie à un rythme excessif pendant l'année tout entière.

Marché du travail, salaires et prix.

Pays	Chômage ¹			Salaires ²			Prix à la consommation		
	Juin 1966	Juin 1967	Décembre 1967	Juin 1966	Juin 1967	Décembre 1967	Juin 1966	Juin 1967	Mars 1968
	milliers de personnes			pourcentage de variation sur 12 mois					
Allemagne fédérale	157	624	408	6,6	2,1	2,4 ³	3,4	1,5	1,2
Autriche . . .	71	73	72	6,2	7,1	3,8	-1,1	1,3	3,1
Belgique . . .	61	88	96	10,3	6,3	6,1	5,0	2,1	2,9
Danemark . . .	19	32	26	12,0	8,6	8,9	5,9	4,9	10,4
Espagne . . .	103	128	179	15,3	13,2	.	7,4	5,0	6,4 ⁴
Finlande . . .	43	48	54	7,3	8,5	.	3,6	4,8	7,3 ⁴
France . . .	145	198	226	5,9	5,9	6,1	1,2	2,4	3,8
Italie . . .	790	631	654	2,8	4,3	3,4	2,0	2,0	1,7
Norvège . . .	10	13	12	4,7	8,3	7,1	2,4	5,4	4,4
Pays-Bas . . .	40	98	80	11,0	5,5	7,1	5,7	3,8	4,6
Portugal . . .	.	.	.	6,4	10,0	14,8	3,6	3,3	6,7
Suède . . .	23	40	40	5,8	12,8	7,3	7,7	4,2	2,1
Suisse . . .	—	—	—	6,1	5,4	5,2	4,8	4,3	3,4
Canada . . .	259	326	363	5,7	7,2	8,2	3,4	3,5	4,6
Japon . . .	410	450	640	10,3	12,2	12,2	5,3	2,4	5,2
Etats-Unis . . .	2.938	3.090	2.901	3,8	4,1	5,1	2,5	2,7	3,9
Royaume-Uni . .	341	627	584	5,1	2,7	5,1	3,9	2,4	3,4

¹ Chiffres corrigés des variations saisonnières, sauf pour l'Espagne et la Finlande. ² Gains. Taux de salaires pour la France, l'Italie, les Pays-Bas, la Suisse et le Royaume-Uni. ³ Octobre. ⁴ Février.

Dans un certain nombre de pays du continent européen, les prix à la consommation ont progressé, depuis un an environ, aussi rapidement ou même plus rapidement qu'au cours de la période de douze mois qui s'est achevée en juin 1966. Une exception notable a été celle de l'Allemagne où l'indice des prix se tenait, en décembre 1967, à moins de 1% au-dessus de son niveau du mois correspondant de 1966. En Suisse et en Suède également, l'augmentation notée pendant la période de douze mois ayant pris fin en mars 1968 a été moins accentuée qu'auparavant. En France, au contraire, l'augmentation des prix à la consommation s'est accélérée pendant la seconde moitié de 1967, en raison de la réduction des prestations et de l'augmentation des cotisations de la Sécurité Sociale et de relèvements de tarifs de services publics. Par ailleurs, l'extension du régime de la taxe à la valeur ajoutée aux détaillants a provoqué, à partir de la fin de 1967 et au début de 1968, une montée de l'indice des prix de détail. Même observation en Allemagne fédérale, où ce mode d'imposition a remplacé l'impôt sur le chiffre d'affaires au début de 1968. Au Danemark, la hausse de 10%, subie par les prix entre mars 1967 et mars 1968, a été due pour moitié environ à des majorations d'impôts indirects.

Au Japon, où l'économie s'est sensiblement rapprochée d'un état de plein emploi, le rythme d'augmentation des prix s'est accéléré, et a dépassé 5%. Au Canada, également, les prix ont augmenté à une cadence un peu supérieure à celle de 1966 malgré le ralentissement d'activité.

Modification de la structure de la demande.

Exprimé en termes réels, le produit national brut des principaux pays du continent européen s'est accru, d'après les évaluations, de 2,9% l'an dernier, contre 3,7% en 1966 et 4,5% en 1965. Par ailleurs, avec le ralentissement progressif du mouvement de croissance, la situation de leur balance commerciale et de leurs échanges de services avec l'étranger s'est améliorée, ce qui laisse supposer que les pressions de la demande se sont atténuées dans une plus large mesure que dans d'autres régions. En ce qui concerne la demande interne, le taux de progression des investissements fixes (installations et équipement en particulier) est celui qui a le plus fléchi. La cadence d'accroissement des dépenses de consommation des particuliers a également diminué, beaucoup plus, en fait, que celle de l'augmentation des dépenses de consommation des administrations publiques qui, dans certains pays, ont servi de renfort pour soutenir la demande ou pour la ranimer.

Ainsi qu'on l'a laissé entendre plus haut, le ralentissement du processus de croissance intervenu en 1967 sur le continent européen s'explique, dans une large mesure, par le mouvement de récession en Allemagne fédérale. Dans trois pays

voisins un peu moins puissants – Autriche, Belgique et Suisse – le produit national exprimé en termes réels n'a enregistré que des accroissements s'échelonnant entre 1 ½ et 2 ½ %. Un trait commun à ces quatre pays a été l'évolution des investissements en capitaux fixes, qui se sont inscrits en vif recul en République fédérale et ont accusé, dans les trois autres, peu de variations dans un sens ou dans l'autre. En France, au contraire, le taux de croissance global obtenu en 1967 (4,2 %) a été à peine inférieur à celui de 1966, l'accélération des investissements en capitaux fixes et de la consommation des administrations publiques ayant permis de compenser un ralentissement du côté de la consommation des particuliers et des ventes à l'étranger.

En Italie, aux Pays-Bas et dans les pays scandinaves, l'augmentation du produit national en termes réels a été effectivement supérieure – parfois même très sensiblement supérieure – à celle de 1966, en raison principalement de l'accélération du rythme de construction de logements, à l'exception de l'Italie où les investissements sous forme d'installations et d'équipement ont joué le rôle capital, et de la Finlande, où les ventes à l'étranger ont fait d'appréciables progrès. En laissant toujours de côté le cas de l'Italie, on note qu'une autre composante dynamique de la demande a été constituée par l'accélération des dépenses de consommation des administrations. La consommation des particuliers a joué un rôle plutôt passif; en Norvège, aux Pays-Bas et en Suède, elle a même marqué un retard sur l'augmentation de la production exprimée en termes réels.

Au Canada, le fléchissement de la cadence d'augmentation du produit national exprimé en termes réels (2,8 % en 1967, contre 6,5 % l'année précédente) a été du même ordre de grandeur qu'aux Etats-Unis mais, contrairement à ce qui s'est passé dans ce dernier pays, les dépenses de consommation des administrations ont augmenté d'un pourcentage très limité et les dépenses d'installations et d'équipement se sont effectivement inscrites en recul. La demande a été toutefois appuyée par un développement accentué des exportations et par un accroissement assez appréciable des dépenses de consommation du secteur privé.

Au Japon, la cadence d'augmentation du produit national exprimé en termes réels s'est encore accélérée en 1967, sous l'impulsion d'une vive recrudescence des investissements qui a provoqué un gonflement des importations au moment où les débouchés extérieurs étaient en train de s'amenuiser. Aussi la situation de la balance des paiements courants s'est-elle fortement aggravée.

A l'origine des mouvements des balances des paiements courants des pays d'Europe occidentale en 1967, le facteur prépondérant a été, semble-t-il, la différence d'intensité des fluctuations du volume des investissements. Cette observation,

**Variations du produit national brut et de ses composantes
sur la base de prix constants.**

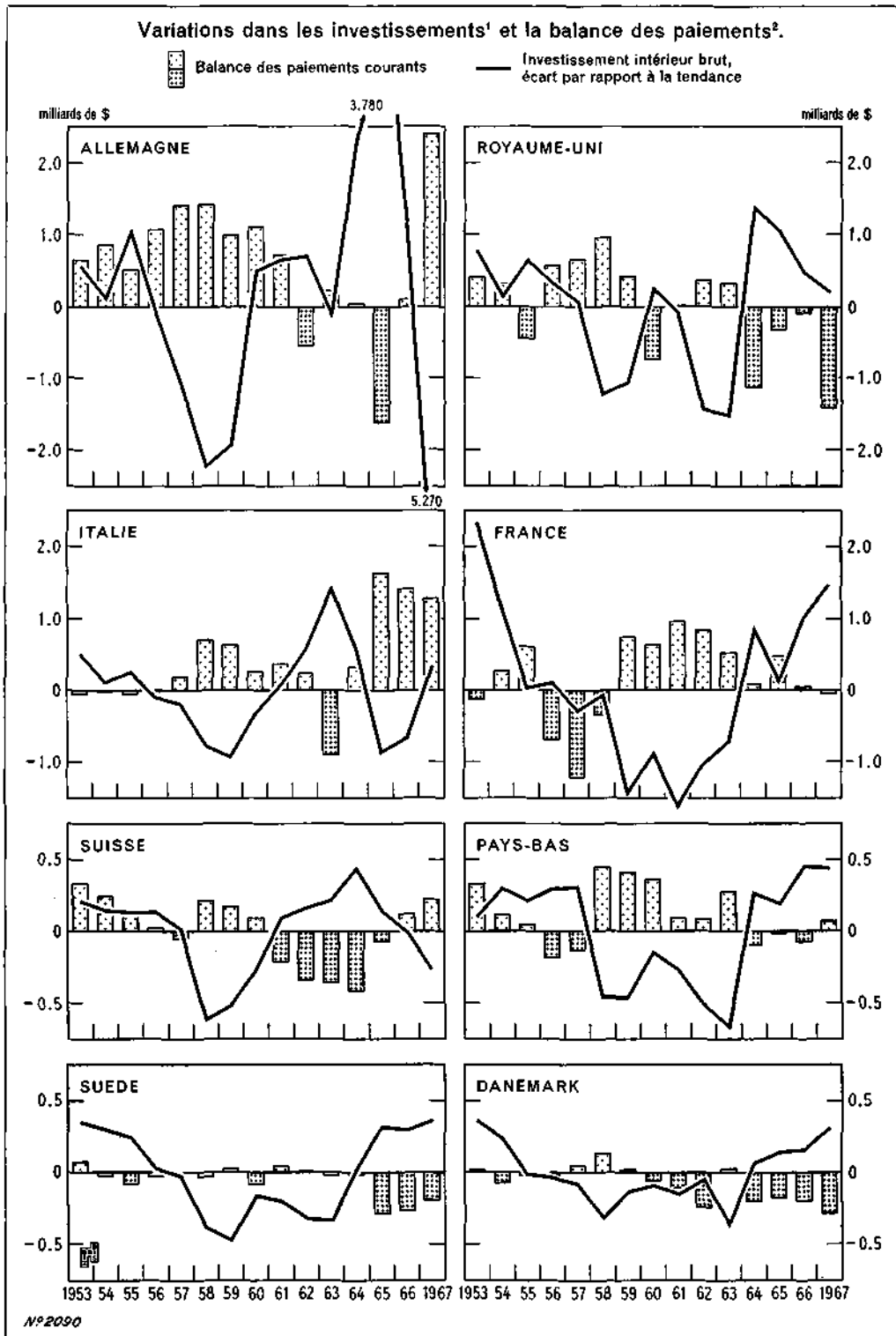
Pays	Années	Origine des demandes					Ressources		
		Consommation		Investissements bruts en capitaux fixes à l'intérieur des pays			Exportations de biens et de services	Importations de biens et de services	Produit national brut
		des particuliers	des administrations publiques	Total	Installations et équipement	Logement			
en pourcentage									
Allemagne fédérale	1965	6,4	6,9	6,6	7,7	0,1	7,7	15,2	5,6
	1966	3,5	1,0	0,2	- 0,1	2,5	10,8	2,7	2,3
	1967	0,6	3,2	- 7,7	- 7,2	- 10,0	9,2	- 0,4	- 0,1
Autriche	1965	5,0	- 1,2	5,0	5,8	1,0	6,4	11,6	2,3
	1966	4,7	3,6	7,1	8,3	0,7	6,6	10,6	4,6
	1967	3,3	3,3	0,4	0,7	- 1,5	5,7	2,7	2,5
Belgique	1965	4,1	6,9	3,3	4,6	0,6	8,2	7,5	3,5
	1966	2,9	6,7	5,6	10,4	- 7,8	3,8	7,9	2,7
	1967	1,8	6,0	1,2	.	.	5,5	2,5	2,7
Danemark*	1965	4,0	4,1	4,8	4,2	7,6	8,1	7,3	4,5
	1966	2,9	5,4	3,0	3,3	1,8	3,5	5,5	1,9
	1967	3,4	5,8	7,1	5,9	13,0	5,6	6,6	3,4
Finlande	1965	5,4	5,3	10,7	11,2	8,9	4,4	8,2	5,2
	1966	4,2	3,9	1,0	- 0,2	5,1	7,4	4,6	2,4
	1967	4,0	4,0	- 2,0	- 2,3	- 1,5	5,0	- 2,0	3,0
France	1965	4,0	3,7	6,8	4,1	9,9	11,3	3,6	4,2
	1966	4,7	3,5	5,8	8,6	0,1	7,0	11,1	4,9
	1967	4,0	4,5	6,9	.	.	3,4	5,4	4,2
Italie	1965	2,2	3,6	- 8,4	- 9,5	- 6,2	20,8	1,9	3,5
	1966	5,9	3,5	3,4	5,9	- 1,3	13,2	13,7	5,7
	1967	6,1	2,7	10,1	13,1	4,1	6,0	10,5	5,9
Pays-Bas	1965	7,2	- 0,1	5,1	3,6	11,5	7,7	6,6	4,7
	1966	2,7	2,8	6,8	6,6	7,3	5,8	7,7	2,5
	1967	4,3	5,0	6,8	5,3	12,8	6,5	4,2	4,8
Norvège*	1965	3,5	8,0	10,3	11,1	5,5	7,1	9,4	6,2
	1966	4,2	3,0	5,9	6,1	4,5	7,7	8,9	3,9
	1967	4,1	4,9	8,6	8,4	9,9	11,1	12,0	4,3
Suède*	1965	4,5	6,4	3,5	3,6	3,2	4,0	11,5	3,7
	1966	1,7	5,9	5,9	8,5	- 2,0	5,4	2,9	2,9
	1967	2,8	6,5	6,7	4,1	15,6	6,4	4,6	3,6
Suisse	1965	3,7	0,8	- 1,6	- 1,4	- 4,5	12,0	3,1	4,3
	1966	2,3	5,4	- 0,4	- 0,2	- 4,8	6,2	3,5	2,8
	1967	2,0	2,5	- 1,4	- 1,2	- 2,0	3,3	2,2	1,6
Total pour les pays ci-dessus . . .	1965	4,5	5,3	3,5	3,8	2,6	9,6	8,2	4,5
	1966	4,0	3,2	3,2	4,0	0,6	8,4	6,9	3,7
	1967	3,0	4,0	1,4	1,8	0,0	6,6	3,9	2,9
Royaume-Uni . . .	1965	1,7	3,4	4,0	4,4	2,1	6,0	2,8	2,3
	1966	1,9	3,7	1,5	2,6	- 3,2	3,0	2,6	1,6
	1967	2,0	4,4	5,4	4,5	8,9	- 2,0	4,1	1,0
Etats-Unis	1965	6,6	1,8	8,7	13,2	- 4,8	2,7	11,7	6,1
	1966	4,9	9,8	4,4	9,2	- 12,7	8,8	15,6	5,8
	1967	2,9	13,3	- 0,6	0,3	- 4,8	4,2	6,9	2,6
Canada	1965	6,0	3,4	12,2	14,7	0,3	5,7	13,0	6,9
	1966	5,1	10,4	13,0	16,1	- 3,9	12,3	12,9	6,5
	1967	4,8	2,3	- 1,7	- 2,0	0,5	9,9	4,9	2,8
Japon	1965	6,2	1,6	2,2	- 0,5	17,1	23,6	7,1	3,7
	1966	8,4	7,8	9,5	9,9	7,2	16,0	12,1	10,7
	1967	9,4	10,1	21,7	22,6	17,3	7,8	23,6	13,7

* Au Danemark, en Norvège et en Suède, les chiffres officiels sur les investissements à l'intérieur de ces pays comprennent les dépenses d'entretien et de réparation. Ces dépenses n'ont pas été retenues dans les calculs ayant servi à l'établissement du tableau.

dont on ne saurait d'ailleurs se montrer surpris, s'applique également à la presque totalité des quinze années écoulées. La raison doit être recherchée en premier lieu dans l'élasticité prononcée des investissements en capitaux fixes et sous forme de stocks, plus sujets à fluctuations que les autres composantes de la demande d'origine interne et, par conséquent, que l'épargne nationale. De ce fait, une accélération de la cadence des investissements à l'intérieur d'un pays est accompagnée, en général, d'un accroissement des importations et d'un ralentissement des exportations. Bien entendu, le processus ne se déroule pas toujours avec la même simplicité. Parfois, en effet, l'équilibre des comptes extérieurs peut dépendre, dans une plus large mesure, de facteurs tels que le volume et la structure de la demande d'origine étrangère, la situation des budgets du secteur public, les changements dans la répartition des revenus à l'intérieur du pays, et l'existence d'une parité de change appropriée.

Le graphique ci-après montre que les modifications du rythme des investissements en Allemagne fédérale ont eu de nombreux traits communs avec celles notées en Grande-Bretagne au point de vue de l'époque à laquelle elles sont intervenues, mais non pas au point de vue de leur amplitude. De 1956 à 1958, les deux pays ont enregistré des excédents de paiements courants très appréciables lorsque le rythme de leurs investissements a fléchi. En 1959-60, au contraire, à la suite d'une accélération des investissements dans les deux pays, les surplus de l'Allemagne fédérale ont été maintenus, et ceux de la Grande-Bretagne ont fait place à un déficit. La réévaluation du deutsche mark en 1961 et la forte réduction simultanée du rythme des investissements en Grande-Bretagne au cours de la période 1961-63 avaient laissé les deux pays dans une position identique quant à la situation de leurs paiements courants aux environs de 1963. De 1963 à 1964, la cadence des investissements s'est fortement accélérée en Grande-Bretagne, tandis que les comptes extérieurs faisaient apparaître un déficit important. En Allemagne fédérale, au contraire, l'accélération des investissements a été étalée sur deux ans et le déficit en résultant n'est apparu qu'en 1965. Depuis 1965, la cadence des investissements en Allemagne fédérale a fléchi beaucoup plus qu'en Grande-Bretagne, et l'importance des surplus extérieurs dans le premier pays n'est certainement pas étrangère à ce phénomène. Malgré les mesures restrictives de caractère général introduites précédemment, l'importance des investissements du secteur public a contribué, en 1967, à maintenir les dépenses en capital au Royaume-Uni à un niveau relativement élevé.

En Italie et en Suisse, l'évolution a présenté à certains égards des traits communs avec celle de l'Allemagne fédérale. De 1958 à 1960, période pendant laquelle le rythme des investissements a été inférieur à la tendance à long terme, les deux pays ont dégagé des surplus extérieurs. Lorsqu'en revanche, ce rythme s'est accéléré,



¹ Investissements intérieurs bruts aux prix du marché, exprimés sous la forme de déviations par rapport à la tendance de la période 1953-67, représentée par la droite d'ordonnée zéro. ² Balance des paiements courants en valeur absolue.

les excédents ont diminué pour faire place finalement à des déficits appréciables. A partir de 1964 environ, la cadence des investissements s'est nettement ralentie dans les deux pays, ce qui a provoqué un brusque retour des surplus. Un nouveau revirement est intervenu en Italie au cours de 1965, à la suite duquel le volume des investissements s'est trouvé ramené, en 1967, à un niveau très voisin de la tendance à long terme.

De 1959 à 1963, la France a enregistré chaque année des excédents de paiements courants considérables, parce que le volume des investissements s'est tenu nettement au-dessous de la tendance à long terme. A partir de 1964, au contraire, mis à part un renversement de courte durée en 1965, la France a pu maintenir un rythme d'investissement plus élevé, en même temps que les comptes extérieurs revenaient à un équilibre approximatif. Au cours de la période considérée, les investissements du secteur public ont bénéficié d'une série d'encouragements pour compenser le manque de dynamisme des investissements du secteur privé et la cadence fondamentale de formation de l'épargne s'est accrue grâce à un renforcement de la rigueur budgétaire. Les Pays-Bas ont également enregistré des surplus sans interruption au cours de la période 1958-63, c'est-à-dire à une époque où le volume des investissements était inférieur à la tendance. L'accélération du rythme des investissements depuis 1964 a été, d'ordinaire, liée à l'apparition de déficits extérieurs, alors que la politique économique des Pays-Bas a visé à dégager des surplus et à les maintenir.

Comme en France et aux Pays-Bas, le volume des investissements en Suède et au Danemark s'est maintenu, à partir de 1964, à un niveau supérieur à la tendance à long terme. Au Danemark, mis à part l'année 1963, des efforts croissants ont été déployés à compter de 1958 pour réaliser une cadence plus élevée d'investissements mais, depuis 1960, la balance des paiements courants a fait apparaître des déficits pendant sept années sur huit. En Suède, des déficits considérables, provoqués par une accélération marquée des investissements à partir de 1964, ont commencé de se manifester en 1965.

S'il apparaît qu'il existe fréquemment une étroite corrélation entre le volume des investissements à l'intérieur d'un pays et l'équilibre de ses comptes avec l'étranger, les conclusions qu'il est permis d'en tirer au point de vue de la conduite de la politique économique sont toutefois moins évidentes. Les investissements comprennent, en effet, à côté des dépenses en capitaux fixes, des stocks dont le volume est lié un peu plus étroitement aux fluctuations de la demande globale. En second lieu, l'existence de cette corrélation ne signifie pas nécessairement que l'élimination des déficits de la balance des paiements doit être recherchée dans la réduction du rythme des investissements en capitaux fixes. En consolidant sa situation

budgétaire pendant la période fin 1963-65, la France a réussi, par exemple, à accroître le volume de l'épargne nationale et de ses investissements sans déséquilibrer ses comptes extérieurs. De même, une accélération trop rapide des investissements ne signifie pas qu'on doive mettre l'accent sur les restrictions monétaires plutôt que sur les mesures restrictives de caractère budgétaire. En exerçant un effet de freinage sur la demande finale, tout en provoquant une augmentation de l'épargne nationale, cette seconde catégorie de mesures restrictives peut contribuer, à la longue, à maintenir un rythme plus élevé d'investissements. Il découle clairement de cette corrélation, en revanche, que les pays doivent s'efforcer de maintenir plus étroitement les fluctuations du rythme de leurs investissements à l'intérieur des limites fixées par le volume de l'épargne disponible.

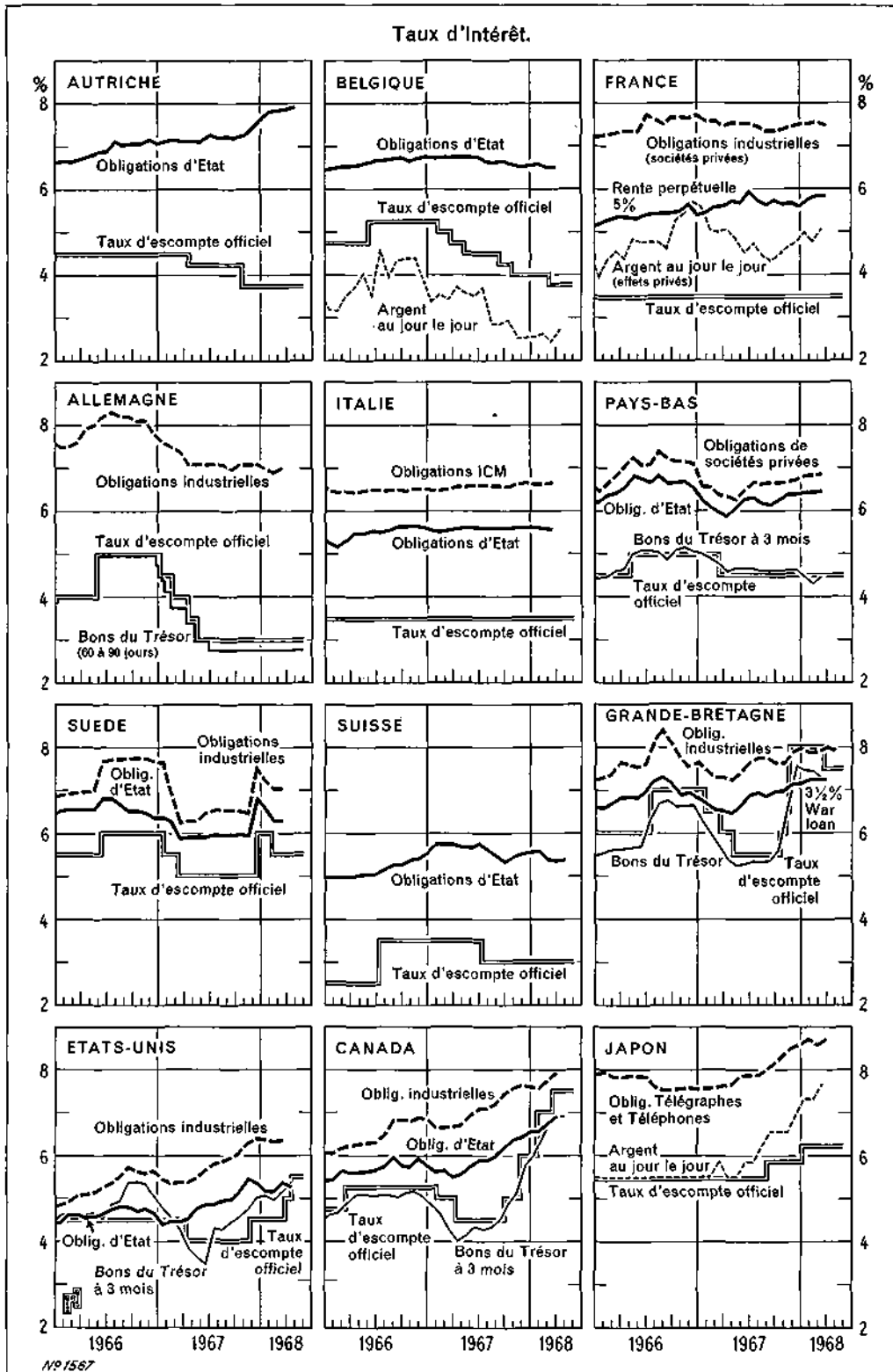
Taux d'intérêt et flux de capitaux.

Les pays du continent européen n'ont commencé de prendre des mesures positives pour rétablir une plus large aisance monétaire qu'au début de 1967. Amorcé sous l'impulsion de l'Allemagne fédérale, dont la banque centrale a réduit

Modifications des taux d'escompte officiels depuis 1965.

Pays et date de modification	Taux d'es-compte officiel	Pays et date de modification	Taux d'es-compte officiel	Pays et date de modification	Taux d'es-compte officiel
	en %		en %		en %
Allemagne fédérale		Danemark		Pays-Bas	
5 mai 1961	3	11 juin 1964	6½	4 juin 1964	4½
22 janvier 1965	3½	19 décembre 1967	7½	2 mai 1966	5
13 août 1965	4	19 mars 1968	7	15 mars 1967	4½
27 mai 1966	5	Espagne		Portugal	
6 janvier 1967	4½	9 juin 1961	5	12 janvier 1944	2½
17 février 1967	4	27 novembre 1967	5½	1er septembre 1965	3
14 avril 1967	3½	Etats-Unis		Royaume-Uni	
12 mai 1967	3	24 novembre 1964	4	23 novembre 1964	7
Autriche		6 décembre 1965	4½	3 juin 1965	6
27 juin 1963	4½	7 avril 1967	4	14 juillet 1966	7
18 avril 1967	4¼	20 novembre 1967	4½	26 janvier 1967	6½
26 octobre 1967	3¾	22 mars 1968	5	16 mars 1967	6
Belgique		19 avril 1968	5½	4 mai 1967	5½
3 juillet 1964	4¼	France		19 octobre 1967	6
2 juin 1968	5¼	14 novembre 1963	4	9 novembre 1967	6½
2 février 1967	5	8 avril 1965	3½	20 novembre 1967	8
23 mars 1967	4¾	Grèce		21 mars 1968	7½
11 mai 1967	4½	17 janvier 1963	5½	Suède	
14 septembre 1967	4¼	25 juillet 1967	4½	6 novembre 1964	5
26 octobre 1967	4	Islande		9 avril 1965	5½
7 mars 1968	3¾	29 décembre 1960	9	10 juin 1968	6
Canada		1er janvier 1965	8	3 février 1967	5½
24 novembre 1964	4¼	1er janvier 1966	9	10 mars 1967	5
6 décembre 1965	4¾	Japon		15 décembre 1967	6
14 mars 1966	5½	18 mars 1964	6,57	9 février 1968	5½
30 janvier 1967	5	9 janvier 1965	6,205	Suisse	
7 avril 1967	4½	3 avril 1965	5,84	3 juillet 1964	2½
27 septembre 1967	5	26 juin 1965	5,475	6 juillet 1966	3½
20 novembre 1967	6	1er septembre 1967	5,84	10 juillet 1967	3
22 janvier 1968	7	6 janvier 1968	6,205		
15 mars 1968	7½				

Taux d'Intérêt.



son taux d'escompte de 2 points au total en plusieurs étapes entre janvier et mai, ce mouvement a été également appuyé par des révisions en baisse aux Etats-Unis, au Canada et en Grande-Bretagne. Entre le mois de janvier et l'automne, le taux d'escompte officiel a été réduit de $1\frac{1}{4}$ point en Belgique, de 1 point en Suède, de $\frac{3}{4}$ de point en Autriche et de $\frac{1}{2}$ point aux Pays-Bas et en Suisse. En France et en Italie, la politique monétaire a été caractérisée, comme dans le passé, par le maintien d'une assez large aisance.

Complétés par des interventions visant à fournir des moyens liquides à l'appareil de distribution du crédit, les aménagements des taux officiels ont marqué le retour à des conditions plus faciles d'accès au crédit sur le continent. Par la suite (fin 1967 et début 1968) et principalement en raison de la dévaluation de la livre et de ses répercussions sur le marché de l'or et des changes, le taux officiel de réescompte a été fortement relevé en Grande-Bretagne, aux Etats-Unis, au Canada et au Japon. En revanche, parmi les pays d'Europe continentale ayant maintenu leur taux de change à l'ancienne parité, aucun n'a éprouvé, même pendant cette période, la nécessité de relever son taux d'escompte, à l'exception de la Suède. En mars 1968, la Belgique a procédé à une nouvelle réduction.

Par ailleurs, bien que la demande globale sur le continent européen ait fait preuve d'un manque de dynamisme pendant la majeure partie de l'année 1967, les taux d'intérêt à long terme n'ont réagi que dans une faible mesure au rétablissement d'une plus large aisance monétaire. En Allemagne, le fléchissement du taux de rendement des obligations d'Etat, par rapport au niveau exceptionnellement élevé de l'été 1966, s'est arrêté juste en dessous de 7%, au printemps de 1967. Par la suite, les autorités ont dû intervenir pour l'empêcher de remonter. Aux Pays-Bas, où les taux étaient naguère peu élevés, le rendement des obligations du Trésor s'est établi momentanément au-dessous de 6% au printemps de 1967, pour se maintenir ensuite entre $6\frac{1}{4}$ et $6\frac{1}{2}$ % environ. En Belgique, malgré la cascade de réductions du taux d'escompte officiel, le rendement des obligations d'Etat n'a marqué qu'un timide fléchissement à partir de l'été. En Suisse, plus encore qu'en Belgique, les taux de rendement à long terme ont été plus élevés en été 1967 qu'un an auparavant, et la réduction du taux d'escompte en juillet n'a réussi à les faire baisser que temporairement. En Italie et en France, les rendements ont fait preuve d'une assez grande stabilité en 1967 et au début de 1968.

Trois facteurs expliquent le manque d'élasticité à la baisse des taux d'intérêt à long terme en 1967 : 1) une préférence non dissimulée pour la liquidité ; 2) l'importance des demandes de ressources à long terme émanant principalement d'organismes publics, enfin, 3) dans certains pays, les transferts de fonds vers le marché international des obligations.

1. *Formation de moyens liquides.* Dans la plupart des pays, les disponibilités monétaires et quasi monétaires, ces dernières surtout, se sont accrues en 1967 à un rythme supérieur à celui de l'année précédente. Cette expansion a reflété, en partie, le déroulement du processus normal de reconstitution des liquidités qui fait suite aux périodes de ralentissement de l'activité économique. Elle a été favorisée par l'application de politiques d'argent facile combinées, dans la plupart des cas, avec l'existence de surplus extérieurs. Enfin, et c'est une raison supplémentaire, l'attente d'une reprise du mouvement d'expansion et le souvenir du resserrement brutal du crédit en 1966 ont amélioré les perspectives d'une nouvelle poussée de hausse des taux d'intérêt.

Conjuguées avec le coût relativement élevé des capitaux à long terme, ces mêmes raisons ont contribué à stimuler la demande de crédit bancaire. La cadence d'octroi de prêts des banques au secteur privé s'est accélérée en Belgique, en Finlande, en France, aux Pays-Bas et en Suède. En Allemagne, le rythme d'expansion a été inférieur à celui de l'an dernier, tandis qu'en Italie et en Suisse,

Liquidités internes.

Pays	Années	Variations annuelles des disponibilités monétaires et quasi monétaires ¹	Disponibilités monétaires et quasi monétaires ² en pourcentage du P.N.B.	Pays	Années	Variations annuelles des disponibilités monétaires et quasi monétaires ¹	Disponibilités monétaires et quasi monétaires ² en pourcentage du P.N.B.
Allemagne fédérale	1965	22,40	40,0	Norvège	1965	2,54	51,1
	1966	21,20	42,0		1966	2,32	51,4
	1967	29,40	46,8		1967	2,81	51,9
Autriche	1965	14,53	53,5	Pays-Bas	1965	4,20	59,1
	1966	13,72	54,7		1966	3,61	58,9
	1967	14,03	56,4		1967	5,83	60,1
Belgique	1965	32,70	45,4	Royaume-Uni . .	1965	896	34,0
	1966	33,90	45,9		1966	528	34,1
	1967	33,20	47,0		1967	1.410	35,0
Danemark	1965	3,02	47,1	Suède	1965	3,02	66,7
	1966	4,16	48,1		1966	5,95	65,9
	1967	3,63	48,8		1967	6,94	67,1
Espagne	1965	144,70	66,4	Suisse	1965	6,01	129,3
	1966	130,70	66,9		1966	5,47	128,9
	1967	174,50	68,7		1967	6,51	132,3
Finlande	1965	1.060	40,7	Etats-Unis	1965	28,00	43,1
	1966	1.352	42,1		1966	16,70	42,7
	1967	1.020	42,6		1967	35,30	44,0
France	1965	18,04	37,4	Canada	1965	1,98	35,8
	1966	18,85	38,6		1966	1,24	34,6
	1967	24,48	39,7		1967	3,10	36,6
Italie	1965	3.490	65,0	Japon	1965	3.872	76,1
	1966	3.658	69,6		1966	4.128	77,7
	1967	4.129	73,1		1967	4.575	75,7

¹ En milliards d'unités monétaires nationales (en millions pour la Finlande et le Royaume-Uni). ² Moyennes annuelles. Source : F.M.I., *International Financial Statistics*.

la tendance de la période précédente ne s'est pas modifiée. Les octrois de prêts au secteur public se sont accélérés en Allemagne fédérale, en Autriche, au Danemark et en France. Quoi qu'il en soit, le développement des concours accordés par les établissements de crédit aux économies nationales et la préférence marquée pour la liquidité ont provoqué des augmentations accentuées des avoirs détenus dans les banques sous forme liquide.

Au Canada, la forte progression des dépôts bancaires en 1967 a été liée en partie à l'activité accrue des demandes de concours, en partie également au renforcement du potentiel de concurrence des établissements de crédit découlant des dispositions de la nouvelle loi sur les banques, qui est entrée en application au printemps de 1967. Au Japon, l'expansion des dépôts en banque a été limitée, dans une certaine mesure, par le déficit de la balance des paiements et par le retour à une plus grande modération sur le plan monétaire.

2. *Emissions nationales de valeurs mobilières.* En dépit de ce climat d'argent facile, la persistance d'une forte préférence pour la liquidité manifestée par les agents économiques du secteur privé a quelque peu freiné les nouvelles émissions de valeurs mobilières en 1967. Les progrès enregistrés à cet égard dans la plupart des pays continentaux d'Europe ont été en général assez limités, en regard de l'augmentation du produit national brut ou de celle des avoirs liquides détenus dans les banques.

En Allemagne fédérale, le marché des valeurs mobilières a amorcé, il est vrai, un certain redressement l'an dernier. Le montant net des émissions a retrouvé à peu près son niveau de 1965 après un vif recul en 1966. Toutefois, mise à part une reprise des emprunts des collectivités publiques, l'accroissement a été dû en majeure partie à des émissions, par les banques, d'obligations qui ont été absorbées par d'autres banques. Les acheteurs du secteur privé se sont tenus sur la réserve. En France et en Italie, le montant net des émissions a fléchi, en partie à cause d'une réduction du montant des emprunts à long terme du gouvernement central. Au Danemark, malgré une légère progression, les émissions sont encore restées en dessous du niveau d'il y a deux ans. Aux Pays-Bas, le gouvernement central et les collectivités locales ont eu, en fait, un recours plus étendu aux nouvelles émissions, mais les autres emprunteurs ont restreint leur activité. En Suisse, la progression modérée des émissions a été due essentiellement à l'accroissement des offres de valeurs émanant de non-résidents, qui ont trouvé, la plupart du temps, leur contrepartie auprès d'épargnants étrangers.

En revanche, le volume des nouvelles émissions a augmenté de façon très appréciable en Belgique et en Suède. En Belgique, l'existence d'excédents de paiements et d'un climat d'aisance monétaire a permis au secteur public de couvrir une

Marchés nationaux des capitaux: Montant net des émissions.

Pays	Années	Secteur public		Secteur privé ¹		Emissions de valeurs étrangères	Total	Emissions du secteur privé et de valeurs étrangères	Total net des émissions
		Etat	Collectivités locales et organismes publics	Actions	Obligations				
		en milliards d'unités monétaires nationales								en pourcentage du PNB
Allemagne fédérale	1965	1,15 ²	1,96	3,96	9,36	1,36 ³	17,79	3,2	3,9
	1966	0,36 ²	0,06	2,71	5,10	1,34 ³	9,56	1,9	2,0
	1967	2,11 ²	2,98	1,91	10,23	0,62 ³	18,05	2,7	3,7
Belgique . . .	1965	17,21	12,09	11,46	15,30	0,26	56,32	3,2	6,6
	1966	12,97	12,24	13,95	14,12	0,46	53,74	3,1	5,9
	1967	12,17	24,09	11,96	22,10	.	70,32	3,5	7,2
Danemark . . .	1965	- 0,14	-	0,30	4,82	-	4,99	7,3	7,1
	1966	- 0,16	-	0,23	4,20	-	4,27	5,8	5,6
	1967	- 0,16	-	0,28	4,37	-	4,50	5,5	5,4
Espagne	1965	26,51	8,91	34,76	25,93	-	96,11	4,7	7,5
	1966	24,44	6,75	40,08	26,19	-	97,46	4,5	6,6
	1967	27,80	10,09	46,55	28,71	-	113,16	4,5	6,8
France	1965	0,11	0,69	5,02	6,27	0,12	12,16	2,4	2,6
	1966	0,56	0,84	3,66	7,13	0,20	12,39	2,2	2,5
	1967	0,30	0,85	3,35	6,92	0,20	11,62	2,0	2,2
Italie	1965	161	501 ⁴	406	1.295	14	2.377	4,8	6,7
	1966	719	832 ⁴	470	1.198	72	3.291	4,5	8,5
	1967	1.006 ⁴		396	1.389	20	2.811	4,3	6,7
Pays-Bas	1965	- 0,03	0,59	0,11	0,71	0,04	1,41	1,2	2,0
	1966	- 0,02	0,66	0,06	0,80	- 0,07	1,43	1,1	1,9
	1967	0,32	0,76	0,06	0,26	- 0,04	1,37	0,4	1,7
Royaume-Uni . .	1965	- 0,22 ⁵	0,21	0,07	0,37	0,02	0,90	1,3	2,5
	1966	0,23 ⁵	0,19	0,19	0,51	- 0,02	1,11	1,8	2,9
	1967	0,53 ⁵	0,22	0,07	0,41	0,11	1,33	1,5	3,4
Suède	1965	- 0,29	0,29	0,93	2,73	-	3,66	3,7	3,7
	1966	- 0,14	0,37	0,72	4,60	-	5,55	4,9	5,1
	1967	1,20	0,52	0,56	5,62	-	7,89	5,2	6,6
Suisse ⁶	1965	- 0,22	0,75	1,54	1,81	0,26	4,15	6,0	6,9
	1966	0,00	0,90	1,21	1,59	0,42	4,11	5,0	6,4
	1967	0,06	0,89	1,20	1,60	0,71	4,46	5,1	6,5
Etats-Unis ⁷ . .	1965	3,60 ⁸	6,10	3,00	8,10	1,60 ⁹	22,40	1,9	3,3
	1966	6,30 ⁸	5,50	5,00	11,10	1,50 ⁹	29,40	2,4	4,0
	1967	12,70 ⁸	9,40	5,00	15,80	1,90 ⁹	44,80	2,9	5,7
Canada	1965	- 0,06	0,73	0,46	0,99	0,02 ⁹	2,15	2,8	4,1
	1966	0,42	1,41	0,58	0,53	0,04 ⁹	2,98	2,0	5,1
	1967	0,82	1,57	0,47	0,68	-	3,54	1,8	5,7
Japon	1965	- 10	151	277	1.391 ¹⁰	-	1.809	5,5	5,9
	1966	797	205	433	1.576 ¹⁰	-	3.011	5,7	6,6
	1967	645	177	398	1.699 ¹⁰	-	2.919	5,0	7,0

¹ Y compris les émissions des organismes de crédit semi-publics et des entreprises nationalisées. ² Variation des avoirs du marché en titres d'emprunt et en effets à moyen terme. ³ Y compris les émissions vendues à des étrangers. ⁴ Y compris les emprunts indirects du Trésor. ⁵ Variations des avoirs du public en titres négociables de la dette (à l'exclusion des Bons du Trésor). ⁶ Y compris les émissions non placées dans le public. ⁷ D'après les statistiques du Federal Reserve System concernant les flux de fonds, non compris les prêts hypothécaires. ⁸ Emissions directes, y compris celles des organismes publics et les certificats de participation. ⁹ En chiffres bruts. ¹⁰ Comprend des obligations émises par des entreprises du secteur public.

plus grande part de ses besoins financiers en faisant appel à l'emprunt à long terme. En Suède, la progression a été due à la recrudescence simultanée des appels à l'emprunt du secteur public et du secteur privé.

Au Canada, aux États-Unis et, dans une moindre mesure, en Grande-Bretagne, les nouvelles émissions se sont développées l'an dernier. Si l'augmentation a eu surtout sa source, au Canada et en Grande-Bretagne, dans les emprunts du secteur public, les émissions de sociétés privées ont fait également d'appréciables progrès aux États-Unis. Au Japon, le resserrement monétaire a provoqué une légère baisse du montant total des émissions.

3. *Le marché international des obligations.* Le troisième facteur qui a contribué au maintien de taux d'intérêt élevés dans certains pays du continent européen a été l'attrait exercé par le marché international des obligations sur les détenteurs de capitaux en quête d'un placement à long terme, encore que d'autres pays de cette zone en aient bénéficié, du fait qu'ils ont absorbé plus de fonds qu'ils n'en ont fourni. Dans la plupart d'entre eux, sauf dans les pays scandinaves, les résidents peuvent acheter librement des obligations émises sur le marché international (dites «Euro-obligations»), offrant souvent des rendements nets bien supérieurs à ceux qui peuvent être obtenus sur les marchés nationaux. Bien qu'on ne dispose d'aucune donnée précise à ce sujet, il semble que ce marché ait reçu l'an dernier un volume considérable de capitaux en provenance d'Allemagne fédérale, des Pays-Bas, de la Belgique, de l'Italie et de la Suisse. Le marché reçoit également des apports de fonds appréciables d'autres parties du monde (Moyen-Orient et Amérique latine notamment). En revanche, les achats d'obligations internationales par des résidents britanniques sont limités, en raison des possibilités très réduites qui leur sont offertes de convertir, en payant d'ailleurs une prime, des livres sterling en dollars investissement. Quant aux résidents des États-Unis, ils supportent, lors de l'achat de ces valeurs, la taxe d'égalisation des taux d'intérêt.

D'après des estimations de la Banque des Règlements Internationaux, le montant total des émissions d'obligations internationales et d'obligations sur des places étrangères est passé d'environ \$1.940 millions en 1963 à \$4.210 millions en 1967. Cette progression reflète surtout l'expansion accélérée des émissions d'obligations sur le marché international, c'est-à-dire celles organisées par des consortiums internationaux chargés de placer les valeurs offertes dans plusieurs pays. En 1967, ces opérations ont représenté 44% du total des émissions effectuées en dehors du cadre national, contre 7% seulement en 1963, année de l'introduction de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt aux États-Unis. Environ 90% de ces émissions ont été libellées en dollars E.U., contre 60% environ quatre ans auparavant. Les émissions pour compte étranger, c'est-à-dire les émissions «classiques» lancées

Emissions étrangères et émissions internationales d'obligations.¹

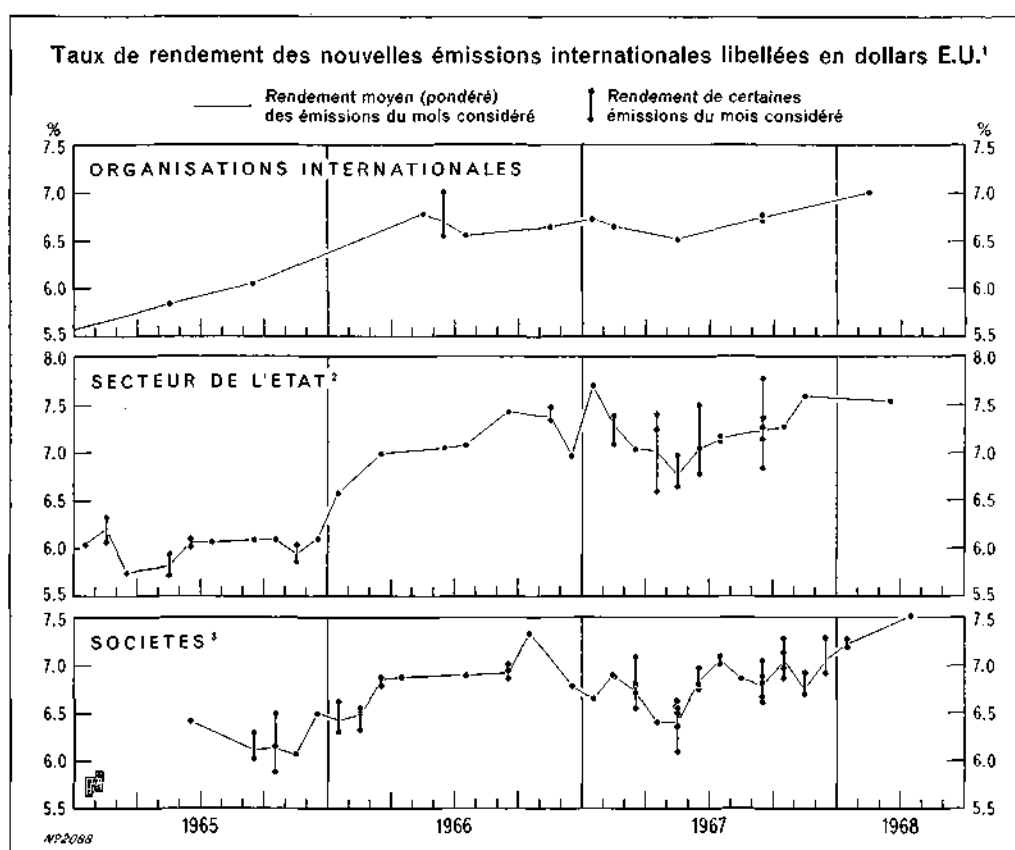
Pays ou zone d'origine des emprunteurs	Années	Emissions étrangères : marchés d'émission					Emissions internationales ²	Total des émissions lancées à l'étranger
		Europe continentale ³	Royaume-Uni	Canada	Etats-Unis	Total		
en millions de dollars E.U.								
Europe continentale . . .	1963	159	—	—	307	466	88	553
	1964	81	4	—	35	120	408	528
	1965	75	4	—	25	104	456	559
	1966	90	14	—	—	104	426	531
	1967	58	—	—	15	73	859	931
Royaume-Uni	1963	16	—	—	40	56	—	56
	1964	15	—	—	6	20	—	20
	1965	23	—	—	80	103	25	128
	1966	12	—	—	—	12	40	52
	1967	23	—	—	—	23	51	74
Canada	1963	—	—	—	748	748	—	748
	1964	—	—	—	777	777	—	777
	1965	—	—	—	1.034	1.034	—	1.034
	1966	—	—	—	1.070	1.070	—	1.070
	1967	—	—	—	1.172	1.172	—	1.172
Etats-Unis	1963	9	—	—	—	9	—	9
	1964	—	—	—	—	—	—	—
	1965	10	—	—	—	10	331	341
	1966	190 ⁴	—	—	—	190	439	629
	1967	71	—	—	—	71	527	598
Japon	1963	25	14	—	138	177	20	197
	1964	37	—	—	—	37	162	199
	1965	10	—	—	63	73	25	98
	1966	—	—	—	—	—	—	—
	1967	—	—	—	15	15	—	15
Reste du monde	1963	28	129	—	123	280	25	305
	1964	45	55	—	216	316	5	321
	1965	—	59	—	215	275	63	357
	1966	—	42	—	204	246	101	347
	1967	31	102	—	237	370	305	675
Organismes internationaux	1963	68	—	—	—	68	5	73
	1964	95	8	—	150	253	121	373
	1965	70	—	23	200	293	128	421
	1966	182	—	37	175	394	101	495
	1967	114	—	—	510	624	120	744
Total des émissions placées	1963	306	143	—	1.356	1.805	137	1.942
	1964	272	68	—	1.184	1.523	696	2.218
	1965	188	63	23	1.617	1.892	1.046	2.938
	1966	474	56	37	1.448	2.015	1.107	3.123
	1967	296	102	—	1.948	2.347	1.861	4.208

¹ D'une durée de cinq ans ou plus, y compris les émissions non placées dans le public qui ont été identifiées. Les emprunts lancés par des sociétés par l'intermédiaire de leurs filiales étrangères sont considérés en règle générale comme émanant du pays de la société mère. ² Les emprunts émis en Allemagne par des non-résidents entre mars 1964 et fin 1967 sont généralement considérés comme des émissions internationales. En mars 1964, il a été annoncé que les intérêts des obligations allemandes détenues par des non-résidents, seraient frappés d'un impôt de 25% retenu à la source (impôt sur les coupons). En conséquence, les titres émis par des non-résidents, étant exonérés de cet impôt, ont été vendus jusqu'à une date récente principalement à des étrangers à des taux d'intérêt inférieurs à ceux en vigueur sur le marché intérieur. ³ Constituées principalement par des titres émis par une société américaine (Texaco) en échange d'actions d'une société allemande (Deutsche Erdöl).

sur un seul marché national et libellées dans la monnaie de ce marché, ont relativement peu progressé entre 1963 et 1967; encore, cette progression a-t-elle été

due pour les quatre cinquièmes environ aux émissions de valeurs lancées sur le marché financier des Etats-Unis par le Canada, qui bénéficie de l'exemption de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt.

Le volume des émissions internationales, en forte augmentation, s'est situé à \$1.860 millions en 1967 contre \$1.105 millions en 1966; une des raisons a été le retour à l'aisance monétaire sur le continent européen accompagné, dans certains pays, d'une baisse des taux d'intérêt à long terme par rapport aux maxima de 1966. De plus, les porteurs étrangers d'obligations allemandes, qui sont assujettis à l'impôt de 25% sur les arrérages de ces titres, ont fortement allégé leur portefeuille de ces valeurs, vraisemblablement pour les arbitrer en partie contre des obligations internationales. Du côté de la demande, un facteur important a été l'augmentation de 100% des offres d'obligations internationales par des emprunteurs du continent européen (surtout Autriche, Belgique, France et pays scandinaves). Les émissions des sociétés exerçant leur activité aux Etats-Unis et de leurs



¹ Rendements à l'échéance, d'après les conditions d'émission, des nouveaux titres d'emprunt à long terme offerts au public. ² Y compris les émissions bénéficiant de la garantie de l'Etat. ³ Y compris les émissions des entreprises nationalisées, mais à l'exclusion des obligations convertibles en actions.

filiales à l'étranger ont progressé de \$440 millions environ, en 1966, à plus de \$525 millions en 1967.

Après avoir monté entre 1965 et fin 1966, les rendements des nouvelles obligations internationales libellées en dollars E.U. ont très sensiblement diminué au début de 1967, en raison du relâchement généralisé des tensions monétaires dans le monde. Vers la fin du printemps et le début de l'été, ils ont repris leur mouvement ascendant, et ont eu tendance à se stabiliser entre $6\frac{3}{4}$ et $7\frac{1}{4}$ % selon la catégorie d'emprunteurs. Pendant les derniers mois de 1967 et le début de 1968, la pression exercée sur le dollar, accompagnée d'un resserrement de la politique monétaire et de l'annonce du nouveau programme de redressement des comptes extérieurs des Etats-Unis, ont provoqué une nouvelle augmentation des taux de rendement.

Au cours des trois dernières années, les taux de rendement des nouvelles émissions d'obligations internationales par des sociétés privées ont enregistré des fluctuations moins étendues que celles des émissions des gouvernements et organismes publics. Lorsqu'en effet les rendements dépassent certains niveaux, les sociétés ont tendance à recourir aux émissions d'obligations convertibles en actions; le cas s'est présenté au début de 1966 et au début de 1968. De plus, les taux de rendement des obligations émises par les sociétés privées ont eu constamment tendance à se maintenir à l'intérieur d'une marge plus étroite et à un niveau plus bas que ceux des émissions des organismes publics. Cette plus grande uniformité tient essentiellement au fait que ces sociétés font généralement partie d'un groupe homogène d'emprunteurs jouissant d'une solide réputation dans le monde entier.

Pendant les quatre premiers mois de 1968, le total des offres d'obligations étrangères et internationales au public (à l'exclusion, par conséquent, des placements directs) s'est élevé à \$1.630 millions, contre \$1.145 millions pour la période correspondante de 1967. Le changement le plus important s'est produit du côté des émissions internationales des sociétés exerçant leur activité aux Etats-Unis et de leurs filiales: le volume de leurs émissions a fortement progressé pour s'établir à \$740 millions au cours des quatre premiers mois de l'année, contre \$165 millions pendant la période précédente: ce mouvement est la conséquence directe du renforcement, au début de 1968, du programme de redressement de la balance des paiements des Etats-Unis. Sur ce total, 85 % environ ont revêtu la forme d'obligations convertibles en actions.

La situation paradoxale créée par l'application de politiques d'aisance monétaire et le maintien de taux d'intérêt à long terme à des niveaux élevés a placé, en 1967, les autorités monétaires des pays du continent européen devant un nouveau problème. Un retour à des conditions plus faciles sur les marchés financiers pourrait ranimer les investissements dans l'industrie et aussi faciliter des sorties de

capitaux et l'ajustement des balances des paiements. Pour favoriser la progression vers cet objectif, les autorités de divers pays ont aménagé leur politique afin d'atténuer certaines pressions à la hausse sur les taux d'intérêt à long terme. Ces politiques sont décrites ci-après, dans le contexte des événements survenus dans chaque pays.

Pays continentaux d'Europe occidentale.

Allemagne fédérale. Malgré le fléchissement des investissements et de la production depuis l'été précédent, les autorités n'ont orienté délibérément leur politique monétaire vers le rétablissement d'une plus large aisance que vers la fin de 1966 et le début de 1967. A cette époque, en effet, les finances du gouvernement fédéral avaient été assainies et l'inflation des prix était devenue moins virulente. Mais une fois mis en route, le processus du retour à des conditions faciles s'est déroulé rapidement. Le taux de réescompte a été ramené, en quatre étapes, de 5% en janvier à 3% en mai, et celui des avances sur titres a subi une réduction supplémentaire de ½ point en août. Enfin, les pourcentages de réserves obligatoires ont été progressivement abaissés jusqu'en septembre, de telle sorte qu'à cette date, DM 6 milliards de réserves obligatoires avaient été libérés depuis le début de l'année. Toutefois, la faible activité de la demande de crédit du secteur privé jusqu'en été, et l'existence d'écarts avantageux pour les opérations d'arbitrage entre les taux d'intérêt ont amené les établissements de crédit à placer à court terme à l'étranger une grande partie de leurs gains de moyens liquides. Bien qu'ayant contribué à limiter la baisse des taux d'intérêt sur le marché intérieur, ce mouvement de sortie de capitaux a permis de compenser l'important excédent de base des paiements de l'Allemagne fédérale.

Pour stimuler l'activité économique, les autorités ont également fait appel à des moyens d'action budgétaires et fiscaux. Bien qu'ayant jugé nécessaire de comprimer certaines dépenses et de relever certains impôts dans le projet de budget de 1967, elles ont décidé, en janvier, de laisser le fléchissement des recettes, provoqué par l'entrée en jeu de facteurs cycliques, exercer pleinement ses effets sur le déficit. En outre, un budget supplémentaire prévoyant DM 2,5 milliards de dépenses d'investissement financées par un recours au crédit a été mis à exécution. La Bundesbank a apporté son appui au financement du déficit en donnant de l'extension à ses opérations sur le marché monétaire et en fournissant des moyens liquides en abondance. En outre, pour encourager le secteur privé à développer ses dépenses en capital, des provisions spéciales d'amortissement ont été instituées en faveur des investissements nouveaux effectués jusqu'en octobre.

En été, le creux de la vague a été atteint, et une reprise lente s'est amorcée. L'amélioration a eu sa source principale dans le secteur des biens d'équipement et a été déclenchée par les commandes émanant à la fois de l'intérieur et de l'étranger. Le renouveau des investissements a été stimulé non seulement par les mesures prises en faveur de l'expansion, mais aussi par un élargissement des marges bénéficiaires lié à des gains de productivité. Du côté des investissements du secteur public, en revanche, la tendance est demeurée faible, comme du côté de la consommation et de la constitution des stocks. Pour accélérer la reprise, un second budget supplémentaire a été mis à exécution en juillet. Il prévoyait DM 5,3 milliards d'investissements publics dont le financement devait être assuré principalement par l'Etat fédéral et l'exécution confiée essentiellement aux collectivités locales.

Au printemps et au début de l'été 1967, le marché financier a donné les premiers signes d'un renouveau des tensions. Devant la hausse des taux de rendement à long terme à l'étranger, surtout aux Etats-Unis et sur le marché international des obligations, les non-résidents ont commencé d'alléger leur portefeuille d'obligations allemandes, dont les arrrages sont frappés d'un impôt de 25 %. La nécessité dans laquelle les organismes de sécurité sociale se sont trouvés de réaliser une partie de leur portefeuille a encore aggravé les tensions sur le marché. Enfin, avec le développement des émissions nouvelles et la poursuite du mouvement de reprise, les banques se sont montrées plus réservées pour absorber de nouvelles valeurs mobilières. Dans ces conditions, pour donner de l'efficacité à son action en faveur de la détente monétaire, la Bundesbank a adopté, en août, une nouvelle politique d'achats d'obligations du Trésor à long terme sur le marché libre. A la fin de l'année, elle en avait absorbé pour quelque DM 1,3 milliard; de ce fait, le rendement de ces obligations est tombé de 6,9% l'été dernier à 6,7 % au début de 1968. Les autres taux de rendement ont, en revanche, enregistré une progression, de faible importance il est vrai.

La politique d'aisance monétaire, combinée avec la persistance d'un excédent des paiements extérieurs de base, a provoqué en 1967 une augmentation de presque DM 15 milliards des avoirs liquides laissés à la libre disposition des banques, portant leur montant en fin d'année à près de DM 35 milliards. Favorisées, en outre, par une forte progression de leurs ressources à long terme, les banques étaient en mesure de faire face sans difficulté aux demandes de crédit de l'économie allemande. La reprise des emprunts du secteur privé ne s'est toutefois pas manifestée avant l'été, de sorte que le volume total des crédits accordés en 1967 a été de DM 15,4 milliards seulement, chiffre bien inférieur aux DM 19,1 milliards absorbés par le secteur privé en 1966. En revanche, le secteur public, sous l'influence du financement du déficit, a accéléré ses emprunts, dont le volume a

atteint DM 11,7 milliards, contre DM 6,4 milliards l'année précédente. De plus, en intensifiant leurs prêts à des non-résidents, les banques ont joué un rôle de première importance dans la montée en flèche des exportations nettes de capitaux à long terme.

Les émissions nettes d'obligations par des résidents ont enregistré en 1967 une progression due surtout à une reprise des offres du secteur public, qui a porté leur montant net à DM 15 milliards. Ce résultat a été obtenu grâce aux achats d'une ampleur sans précédent (DM 11,6 milliards) effectués par les organismes de crédit. Les achats des ménages se sont élevés à DM 2,6 milliards, soit environ moitié moins qu'au cours de la période qui s'est terminée par la crise du marché des obligations en 1966.

Tirant la leçon de l'expérience récente, les autorités ont utilisé, pour la première fois, avec des résultats encourageants, une politique budgétaire souple dans le cadre d'un programme de stabilisation. Aux termes de la loi pour favoriser la stabilité et la croissance économiques, entrée en vigueur en juin 1967, la politique budgétaire et fiscale doit être aménagée en fonction des fluctuations du cycle économique. Les autorités ont non seulement le pouvoir de prendre les mesures requises à cet effet, mais aussi l'obligation d'établir des prévisions budgétaires sur une période de cinq ans pour favoriser la stabilité. Une autre disposition de la loi prévoit une « action concertée » des employeurs et de leur personnel lorsque l'évolution des revenus et des prix constitue une menace pour l'équilibre économique. S'appuyant sur des considérations à plus long terme, le budget du gouvernement fédéral pour 1968 comporte certains relèvements d'impôts combinés avec des compressions des dépenses de consommation des administrations publiques et une extension des dépenses d'investissement. Dans son ensemble, le budget continue toutefois de revêtir un caractère expansionniste, et l'on escompte que l'impasse totale sera encore proche de DM 8 milliards, soit à peu près le même niveau qu'en 1967.

Au printemps de 1968, la demande globale progressait assez rapidement, renforcée pour la première fois par un mouvement, longtemps différé, de reconstitution des stocks.

France. Le ralentissement du mouvement d'expansion, au cours de la seconde moitié de 1966, a fait place à un déclin modéré pendant le premier semestre de 1967, en raison principalement d'un fléchissement des ventes à l'étranger, d'une diminution du rythme d'accroissement de la consommation, et aussi d'un recul dans la construction privée de logements et d'un mouvement de déstockage, en prévision de l'application, à partir du 1er janvier 1968, de la taxe à la valeur ajoutée dans le commerce de détail. L'augmentation des investissements, pourtant plus élevée l'an dernier que le V^e Plan ne le prévoyait, a été insuffisante pour

compenser les effets défavorables de tous ces facteurs. Comme ces influences avaient, toutefois, en partie une origine externe, en partie un caractère temporaire, les autorités ont continué de faire preuve de prudence pour adopter de nouvelles mesures expansionnistes.

En raison notamment des dispositions prises pour encourager les investissements dans le secteur public et, dans une moindre mesure, dans le secteur privé de l'économie, le budget de 1966 avait déjà fait apparaître un déficit. A partir du mois de juin 1967, les effets expansionnistes du budget ont été accentués et étendus à de nouveaux domaines. C'est ainsi que des mesures ont été prises en été pour accélérer les dépenses des sociétés nationalisées et pour accroître le volume des crédits destinés à financer la construction et les investissements du secteur public. Pour ranimer la consommation, le salaire minimum interprofessionnel garanti a été relevé dans l'industrie et dans l'agriculture, le montant des allocations familiales et des allocations de chômage a été augmenté, les conditions des ventes à tempérament ont été assouplies et des réductions d'impôts ont été accordées aux contribuables appartenant aux tranches de revenus inférieures. Ces mesures ont été toutefois largement compensées par des relèvements de tarifs de services publics et par la réforme du régime de sécurité sociale (augmentation des cotisations des salariés, diminution des prestations) intervenus entre juin et octobre 1967.

Sous l'effet combiné de l'assouplissement de la politique économique générale et d'une reprise des ventes à l'étranger, une recrudescence d'activité s'est dessinée en automne, mais, comme ce mouvement ne s'est pas généralisé et a manqué de vigueur, le chômage a continué d'augmenter. Comptant sur une nouvelle amélioration prochaine, le budget de 1968 a prévu un déficit de FF 1,9 milliard seulement, mais des dispositions susceptibles d'être appliquées, en cas de besoin, ont été prises, si les prévisions des autorités n'étaient pas réalisées.

Pour l'ensemble de 1967, le déficit d'exécution du budget s'est monté à FF 7,2 milliards, contre FF 2 milliards en 1966. Son financement a été réalisé une fois de plus en partie par l'émission d'un emprunt national pour l'équipement (FF 1,25 milliard, contre FF 1,5 milliard en 1966), en partie par l'utilisation de ressources en provenance de la Caisse d'épargne postale et des Correspondants du Trésor. En revanche, alors qu'en 1966, les opérations du Trésor avaient donné lieu à une absorption de liquidités s'élevant à FF 1,7 milliard environ, elles ont contribué, l'an dernier, à la création de moyens liquides, à concurrence de FF 2,7 milliards.

Les crédits accordés par le système bancaire (banque centrale comprise) au secteur privé ont augmenté, l'an dernier, de FF 24,1 milliards, contre FF 17,4 milliards en 1966. La cadence élevée de cette expansion s'explique,

principalement, par l'amenuisement des bénéfices des entreprises, accompagné d'un accroissement de leurs dépenses d'investissement. En revanche, avec l'apparition de déficits de paiements à partir du milieu de 1967, les opérations avec l'étranger ont donné naissance, à concurrence de FF 1,4 milliard seulement, à la création de moyens liquides, contre FF 2,35 milliards en 1966. De surcroît, cette augmentation des liquidités a été accompagnée d'un affaiblissement très prononcé de la position nette des banques envers l'étranger. Au total, le volume des disponibilités monétaires et quasi monétaires fournies par le système bancaire s'est accru de FF 25,3 milliards, soit de 11,7% contre 9,6% en 1966.

Le rythme d'augmentation de la masse monétaire a fléchi de 7,6% en 1966 à 4,7% l'an dernier. En même temps, le volume des disponibilités quasi monétaires gérées par les banques s'est accru de presque deux tiers, pendant que celui de l'épargne à court terme dans les Caisses d'épargne, le Trésor et la Caisse Nationale de Crédit Agricole progressait de 13% contre 10,8% en 1966. Cette modification des flux de fonds s'explique principalement par les dispositions prises en juin 1967 pour encourager l'épargne (interdiction de rémunérer les dépôts à vue, liberté de fixation des taux d'intérêt créditeurs pour les dépôts à plus de deux ans d'échéance ou d'un montant supérieur à FF 250.000, suppression des plafonds pour la plupart des comptes sur livrets). Combinée avec des appels plus étendus au crédit de la banque centrale, l'accélération du rythme d'accroissement des ressources des banques à la suite de toutes ces mesures leur a permis d'accroître l'octroi des crédits à l'économie de FF 24,4 milliards, soit de 19,3% contre 15,3% en 1965 et aussi de procéder à nouveau à des apports nets de fonds au Trésor.

Ce vif mouvement d'expansion des encours des banques explique, dans une certaine mesure, le léger fléchissement de 16,3% en 1966 à 14,7% l'an dernier du rythme d'expansion des prêts accordés par les organismes de crédit spécialisés, les établissements financiers et le Trésor.

Le volume net des émissions de valeurs mobilières a légèrement diminué: FF 11,6 milliards l'an dernier, contre FF 12,4 milliards en 1966. En raison de la persistance d'une tendance peu favorable sur le marché des actions, les offres de titres à revenu variable ont représenté 21,4% seulement du montant brut des valeurs émises, contre 35% en 1964. Les taux de rendement des émissions nouvelles de valeurs à revenu fixe ont fait preuve, dans l'ensemble, de stabilité.

Malgré une tension à la fin de 1967, le taux de l'argent au jour le jour a accusé, en un an, un recul d'un point environ pour se situer à 4,76% en moyenne au cours du mois de décembre. En intervenant sur le marché monétaire pour lui retirer des moyens liquides ou pour lui en fournir, la Banque de France a exercé

une profonde influence sur les taux. Ses interventions ont eu beaucoup plus pour but de limiter le plus possible des entrées ou des sorties nettes de fonds que d'atténuer des tensions, peu significatives du reste, eu égard au degré élevé de liquidité des banques.

La mise en place du système de réserves obligatoires s'est effectuée en 1967 conformément aux prévisions. Le 21 octobre, le pourcentage des réserves obligatoires, en contrepartie des dépôts à vue, a été porté à 4½ et à 2% pour les dépôts jusqu'à trois ans d'échéance. Le portefeuille minimum d'effets représentatifs de crédits à moyen terme que les banques doivent conserver pendant la période de transition se tenait à 20% des dépôts en janvier 1967. Il a été progressivement abaissé à 16% à la fin de l'année et sera ramené à zéro au cours des années suivantes. Le plancher de certificats de Trésorerie, qui entrait en ligne de compte pour le calcul de l'ancien coefficient de Trésorerie, a été ramené par étapes de 5 à 0% entre janvier et septembre 1967. Enfin, depuis le 21 décembre, la Banque de France n'accorde plus de pensions au taux officiel de l'escompte sur effets publics à court terme. Depuis la même date, les présentations au réescompte dépassant les plafonds individuels sont frappées d'un taux de pénalisation fixé uniformément à deux points et demi au-dessus du taux officiel.

L'orientation de l'activité économique ayant été, au début de 1968, moins favorable qu'elles ne l'avaient prévu, les autorités ont mis en route un nouveau train de mesures expansionnistes, afin d'atteindre l'objectif de croissance de 5% par an qu'elles se sont fixé. Le coût d'exécution de ce programme sera, estime-t-on, de l'ordre de FF 3,4 milliards, ce qui aura pour effet d'accroître le déficit budgétaire et de le porter à FF 5,3 milliards (estimations) en 1968. Pour stimuler la consommation, l'impôt sur le revenu est réduit et les allocations familiales, ainsi que les prestations en faveur des personnes âgées, sont relevées. Des encouragements ont été accordés aux investissements grâce à certains dégrèvements d'impôts et à l'augmentation des prêts pour la construction de logements, les industries nationalisées et le développement régional. Au printemps de 1968, l'activité économique se développait déjà, semble-t-il, à une cadence plus soutenue.

Italie. Dans un climat persistant d'aisance monétaire, les investissements bruts se sont accélérés, en 1967, pour la seconde année de suite, enregistrant une avance de 14,3% aux prix du marché. En revanche, exprimés en pourcentage du produit national brut, ils ont progressé de 19,6 à 20,6% chiffre encore sensiblement inférieur à la moyenne de 24,8% atteinte pendant la période 1961-63. Il convient toutefois de remarquer qu'en raison d'un changement en cours dans la répartition des revenus, l'épargne s'est depuis lors concentrée plus nettement dans le secteur des ménages, où le ratio de l'épargne par rapport au revenu

disponible est d'ordinaire relativement bas. L'économie s'oriente donc, semble-t-il, vers un état d'équilibre, avec un taux d'investissement moins élevé qu'immédiatement après 1960.

Par leur politique budgétaire, les autorités ont aidé de deux façons les investissements à prendre un nouvel essor: directement, par des augmentations sélectives des crédits d'investissement du secteur public, indirectement, en accentuant progressivement leur influence modératrice sur les dépenses de consommation. L'augmentation des recettes provoquée par l'accroissement de l'activité, combinée avec le produit des impôts spéciaux institués en novembre 1966 pour réparer les dommages causés par les inondations, ont permis de renforcer considérablement la situation générale des finances publiques. Tout en contribuant à améliorer la situation du budget, un autre facteur a eu tendance à exercer un effet de freinage sur les investissements: les employeurs ont dû supporter de nouveau les charges de sécurité sociale que l'Etat avait assumées temporairement pour leur permettre de maintenir des marges bénéficiaires suffisantes. L'excédent du budget ordinaire de l'administration centrale, d'après les données de la comptabilité nationale, a progressé de LIT 445 milliards en 1966 à LIT 1.430 milliards en 1967. Du côté du budget général et compte tenu des dépenses d'investissement et des transferts de capitaux, le déficit de LIT 785 milliards enregistré en 1966 a fait place l'an dernier à un excédent de LIT 195 milliards. Les besoins nets d'emprunt du Trésor, qui comprennent également les prêts du gouvernement pour le financement d'investissements, ont fléchi de LIT 1.850 milliards environ en 1966 à LIT 1.280 milliards en 1967.

En liaison avec la diminution de ses besoins de moyens financiers, le Trésor a réduit principalement ses émissions nettes d'emprunts à moyen et à long terme, dont le volume s'est élevé à LIT 1.010 milliards en 1967, contre LIT 1.565 milliards en 1966. En même temps, les organismes de crédit ont diminué leurs nouvelles acquisitions de valeurs du gouvernement d'un montant à peu près égal, les ramenant de LIT 800 milliards en 1966 à environ LIT 300 milliards en 1967.

Les prêts des établissements de crédit à l'économie ont progressé d'environ 16% en 1967, contre 14 et 7% en 1966 et en 1965 respectivement, tandis que leurs engagements sous forme de dépôts augmentaient de 15%, c'est-à-dire exactement du même pourcentage qu'en 1966. Ainsi, l'accélération de l'octroi des prêts a été facilitée par la réduction, déjà mentionnée, des acquisitions de valeurs d'Etat. Les achats nets de valeurs mobilières des établissements de crédit, compte tenu des titres émis par des organismes semi-publics, mais non de ceux du gouvernement central, se sont élevés l'an dernier à LIT 700 milliards, contre LIT 630 milliards en 1966.

La position de liquidité des banques s'est affaiblie l'an dernier, à la fois en raison de la réduction du déficit de caisse du Trésor et du nouveau fléchissement des surplus extérieurs. L'effet d'expansion de ces deux facteurs sur le volume de leurs moyens liquides a été insuffisant pour compenser les pertes de liquidité provoquées par l'augmentation de la circulation de billets et par la nécessité où les banques se sont trouvées de constituer un supplément de réserves obligatoires. La réduction des émissions nettes du Trésor, ainsi qu'une légère contraction des ventes de titres sur le marché libre, ont évidemment permis d'alléger quelque peu la position des banques. Néanmoins, pour développer leurs activités de prêts, les établissements de crédit ont dû adresser des appels étendus à la banque centrale. Leurs emprunts sous forme de réescomptes et d'avances sur titres, qui avaient déjà enregistré un fort accroissement (LIT 570 milliards) en 1966, ont augmenté l'an dernier de LIT 850 milliards.

Les prêts des établissements de crédit spécialisés au secteur privé, composés principalement de crédits à plus long terme destinés à des investissements dans l'industrie, la construction et l'agriculture, ont progressé, en 1967, de 16% environ, soit légèrement plus que l'année précédente.

Depuis à peu près deux ans, l'un des principaux objectifs de la politique monétaire est de stabiliser le taux de rendement des obligations d'Etat à long terme et, partant, la situation du marché financier. L'an dernier, le montant net des émissions de valeurs mobilières est descendu à LIT 2.810 milliards, après avoir atteint LIT 3.300 milliards en 1966. Mais, comme ce fléchissement reflétait surtout une réduction des besoins de moyens financiers du Trésor, les autorités monétaires ont pu diminuer dans des proportions correspondantes le soutien qu'elles apportaient indirectement au marché par l'intermédiaire du système bancaire. Pendant ce temps, étant donné la stabilité des cours des obligations, les achats du public se sont maintenus à un niveau aussi élevé qu'auparavant. Les emprunts du Trésor mis à part, les éléments dominants du marché ont été les émissions des établissements de crédit spécialisés et de groupes industriels du secteur semi-public. Le volume des émissions d'actions et d'obligations par des sociétés privées est resté très faible.

Pays-Bas. La demande s'est stabilisée à un palier élevé au cours du premier semestre de 1967, un fléchissement des achats de machines et d'équipement et un ralentissement des dépenses de consommation ayant été compensés, dans une certaine mesure, par le développement de l'activité dans la branche construction de logements. De ce fait, et compte tenu du redressement de la balance commerciale, les autorités se sont orientées vers un assouplissement de la politique monétaire. En mars, elles ont abaissé le taux d'escompte de 5 à 4½% et

ont déclaré que les banques dépassant le plafond de leurs avances à court terme au secteur privé n'étaient plus tenues de constituer des dépôts de pénalisation auprès de la banque centrale. En outre, les restrictions d'ordre quantitatif frappant l'octroi de facilités bancaires à court et long terme au secteur privé ont été complètement abolies en juin.

Le chômage n'étant apparu que dans certains secteurs de l'économie, le gouvernement s'est abstenu d'établir un budget comportant des mesures d'encouragement de caractère général. Cependant, comme la cadence d'augmentation des recettes a été plus lente que prévue, l'exécution du budget a fait apparaître un élargissement du déficit, dont le financement a été assuré, dans une mesure limitée, par des moyens monétaires. Pour résorber des poches de chômage, les autorités ont mis en route, en cours d'année, six programmes spéciaux, portant sur un montant total de dépenses de FL 613 millions, dont une partie seulement a exigé de nouveaux appels à l'emprunt, ces décaissements ayant été compensés, dans une certaine mesure, par des compressions de dépenses dans les régions où l'emploi atteignait un niveau élevé. Par ailleurs, le gouvernement a décidé d'assouplir les conditions d'attribution des permis de construire et d'accorder des garanties de crédit, des subventions d'intérêt et des facilités spéciales pour encourager l'investissement dans certaines branches d'activité industrielle ou dans certaines régions.

A partir du milieu de 1967, l'activité économique s'est résolument orientée à la hausse. A la suite de la progression satisfaisante des exportations et de la vigueur accrue des investissements dans les secteurs publics et du logement, l'amélioration du climat économique a touché des branches de plus en plus nombreuses, provoquant une recrudescence des dépenses de consommation et un nouveau mouvement d'accumulation de stocks. En décembre, l'indice de la production industrielle se tenait à 9½ % au-dessus du niveau du mois correspondant de l'année précédente.

Les prêts à court et à moyen terme des banques au secteur privé ont marqué une vive progression à partir du printemps: accroissement de près de 23 % (FL 2,1 milliards) pour l'ensemble de l'année, soit un rythme presque égal au double de celui de 1966. Du fait de l'essor simultané des avances à long terme et des facilités consenties au secteur public, le volume global des nouveaux prêts accordés par les banques commerciales s'est élevé à FL 2,9 milliards, contre FL 1,5 milliard en 1966. Si la progression des dépôts a suivi avec un certain retard, elle a cependant atteint FL 2,5 milliards, ce qui représente tout de même une augmentation considérable, comparée à celle de 1966 (FL 600 millions). Dans ces conditions, les banques se sont de nouveau abstenues d'acheter des valeurs mobilières et ont encore réduit le montant net de leurs avoirs à l'étranger, qui est passé de FL 630 à FL 300 millions d'une année à l'autre.

En 1967, les emprunteurs néerlandais ont collecté FL 7,9 milliards de fonds sur le marché des capitaux, contre FL 7,1 milliards en 1966. Ces ressources nouvelles ont été obtenues en majeure partie, comme d'habitude, grâce à la conclusion d'emprunts directs. Le volume des emprunts du secteur public a progressé encore plus fortement. D'abord le déficit du budget de caisse s'étant accru de FL 1,6 milliard en 1966 à FL 2,1 milliards l'année dernière, le gouvernement central a couvert ce dernier à concurrence de plus des trois quarts en faisant appel au marché des capitaux. Ensuite, les besoins de financement des collectivités locales se sont élevés à plus de FL 1,7 milliard, soit approximativement le même montant que l'année précédente, mais, contrairement à 1966, ces besoins de financement ont été couverts presque en totalité par des ressources à long terme. Cette façon de procéder tient, d'une part, au plafonnement à 105% du niveau de fin juillet 1966 de leurs possibilités d'emprunt auprès des banques et, d'autre part, au fait que ces collectivités sont tenues de centraliser leurs appels au marché des capitaux en faisant intervenir des institutions de crédit du secteur public. Les demandes de moyens financiers du secteur privé se sont déplacées en partie, l'an dernier, du marché des capitaux vers le compartiment bancaire. Du côté de l'offre, les organismes financiers, qui se trouvaient dans une situation favorable du fait de l'accroissement de l'épargne, ont fourni la majeure partie du supplément de ressources à long terme.

La plus grande abondance des apports de ressources sur le marché des capitaux n'a pas empêché une montée des taux d'intérêt; elle a même été en partie provoquée par une reprise du mouvement de hausse des taux. Après être tombé en dessous de 6% au printemps de 1967, le taux de rendement des valeurs à long terme du Trésor s'est de nouveau inscrit en hausse par la suite, pour se situer à 6½% à la fin de l'année. La forte montée des taux d'intérêt sur le marché international des obligations a contribué au maintien des taux de rendement à un niveau élevé aux Pays-Bas.

Au printemps de 1968, malgré la persistance d'un certain chômage et bien que la position des comptes extérieurs ne fût pas encore aussi bonne qu'il était souhaitable, la demande et la production ont continué de se développer à un rythme satisfaisant. Les salaires, encore en forte progression en 1967, n'ont plus été assujettis à des contrôles à partir de janvier 1968, ce qui a amené les autorités à redoubler de prudence dans leur politique fiscale. Pour maintenir le déficit du budget de 1968 aux environs du niveau de l'année précédente, encore qu'une fraction plus importante de celui-ci doive être couverte par des emprunts à court terme, les autorités prévoient un relèvement de certains impôts, principalement des impôts de consommation. Elles ont décidé,

en outre, de poursuivre l'exécution des programmes spéciaux destinés à lutter contre le chômage dans certaines régions.

Belgique. Après avoir plafonné pendant toute l'année 1966, la production industrielle a atteint un niveau un peu plus élevé pendant les premiers mois de 1967. Ce mouvement, qui traduisait une certaine vigueur des exportations et des investissements, a été toutefois de courte durée. Un nouveau fléchissement des ventes à l'étranger et un affaiblissement généralisé de la demande d'origine intérieure ont en effet provoqué une chute de la production à la fin du printemps et au début de l'été. Le chômage, qui avait légèrement augmenté en 1966, s'est nettement aggravé jusqu'au mois d'octobre 1967 pour se maintenir à un chiffre élevé pendant le trimestre suivant, bien que les exportations se soient redressées une fois de plus et que la production ait atteint un niveau supérieur à celui de la période correspondante de 1966.

Le maintien de pressions à la hausse sur les coûts et les prix, pendant la dernière partie de 1966, avait incité les autorités à s'engager avec prudence dans la voie d'un assouplissement de leur politique économique générale. Le projet de budget 1967, présenté en automne, avait prévu une réduction plutôt massive du déficit, mais il contenait également des dispositions en vue d'accroître, si les circonstances le justifiaient, le volume des dépenses extraordinaires. D'autre part, à la fin de 1966, le plafonnement des encours des banques avait été prorogé de six mois; mais l'exemption accordée aux crédits d'investissement avait été étendue à ceux destinés à financer des exportations.

Avec l'aggravation du chômage et l'apparition de surplus extérieurs, les autorités se sont orientées, dès le début de 1967, vers un programme plus dynamique d'expansion économique.

Au point de vue monétaire, elles ont appliqué progressivement une politique de détente pendant toute l'année 1967. De février à octobre, le taux du réescompte a été ramené de 5¼ à 4% en cinq réductions successives d'un quart de point chacune. Néanmoins, en raison de la tendance à la hausse amorcée, à partir du printemps, sur les places étrangères, les taux de rémunération des dépôts à moins d'un an d'échéance n'ont été que faiblement abaissés. Au milieu de l'année, le système de plafonnement de l'expansion des encours des banques a été aboli, mais les établissements de crédit ont été invités à faire preuve de modération dans l'octroi de facilités à leur clientèle. Les conditions des ventes à tempérament ont été assouplies en juillet.

Dans d'autres domaines, l'action des pouvoirs publics a revêtu la forme d'une série de mesures (les unes de caractère anticyclique, les autres modifiant

les structures) dans le cadre de la loi du 31 mars 1967 conférant au gouvernement des pouvoirs spéciaux pour ranimer l'activité économique. Le premier train, annoncé en avril, a eu pour but de venir en aide aux investissements en créant un Fonds d'expansion économique et de réorganisation régionale, doté de FB 5 milliards, en octroyant des privilèges fiscaux, et en encourageant les investissements pour compte étranger. Ces dispositions ont été complétées par un aménagement de la fiscalité, du côté des impôts indirects principalement, en vue de dégager FB 1,5 milliard de recettes supplémentaires en 1967. Le second train de mesures, annoncé en mai, a donné à certains établissements de crédit du secteur public une liberté accrue pour leurs opérations de placements de fonds et pour leurs investissements de portefeuille; le champ des crédits d'équipement assortis d'une garantie de l'Etat a été élargi; enfin des dispositions plus favorables ont été introduites au point de vue des amortissements. Un autre programme, présenté en automne, a prévu l'application de nouvelles techniques de financement à court terme pour le Fonds routier, des avantages fiscaux pour les sociétés qui augmentent leur capital et des dégrèvements d'impôts sur les opérations de bourse.

En raison du caractère expansionniste de la politique budgétaire et de l'accélération des dépenses du Fonds routier, les besoins nets de moyens financiers du Trésor ont progressé de FB 17 milliards en 1966 à FB 22 milliards l'an dernier. L'accroissement du rythme de formation de l'épargne financière à l'intérieur du pays a toutefois permis au Trésor de se procurer plus de FB 25 milliards sur le marché national, en majeure partie sous forme de capitaux à long terme, et de rembourser, par conséquent, FB 3 milliards environ de dettes extérieures. En revanche, les taux d'intérêt à long terme se sont maintenus à un niveau élevé, en raison de l'importance des offres de valeurs émanant du Trésor et d'organismes semi-publics. Après avoir augmenté progressivement de 6,45% à la fin de 1965 à 6,77% au printemps de 1967, le taux de rendement moyen des valeurs du Trésor à long terme se tenait à 6,58% à la fin de l'an dernier.

Le volume des disponibilités monétaires et quasi monétaires détenues dans le système bancaire s'est accru, en 1967, de plus de FB 33 milliards, soit une progression de 7,7%, contre 8½% pendant l'année précédente. A l'intérieur de cette progression totale, les détenteurs ont manifesté une préférence marquée pour l'acquisition de moyens quasi monétaires. Les banques ont accordé, l'an dernier, FB 26 milliards de facilités au secteur privé de l'économie, contre FB 20 milliards en 1966, et leurs avoirs nets à l'étranger se sont accrus de FB 18 milliards en 1967, après avoir diminué de FB 4 milliards au cours de l'année précédente. Les financements du secteur public par des moyens monétaires, qui avaient atteint FB 15 milliards en 1966, sont tombés à un chiffre négligeable l'an dernier.

En janvier et février 1968, le gouvernement a pris de nouvelles mesures pour appuyer la reprise, comprenant, entre autres, un assouplissement des conditions générales des ventes à tempérament, la mise en route d'un programme de travaux publics et de construction de logements, l'octroi de crédits d'investissement plus abondants et meilleur marché, en particulier aux entreprises de petite importance et dans les zones touchées par la stagnation. Par la suite, le taux officiel de l'escompte a été abaissé de 4 à 3¾% en mars et, au printemps, l'économie belge enregistrait une avance assez vigoureuse sous l'impulsion d'une recrudescence de la demande en provenance de l'intérieur du pays et de l'étranger.

Suisse. Le rythme d'accroissement de la demande globale et de la production s'est encore ralenti en 1967, en raison surtout du manque de dynamisme des investissements. Des tensions ont subsisté sur le marché du travail et la hausse des prix à la consommation a été à peine moins accentuée qu'en 1966. A peu près équilibré en 1966, le budget de la Confédération a fait apparaître un déficit moins considérable, il est vrai, qu'on ne l'avait prévu. En ce qui concerne les autres aspects de la politique économique, les autorités se sont essentiellement attachées à contenir des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt, et à contrecarrer par là même indirectement des poussées dans le même sens sur les loyers, les salaires, les coûts de production et les prix agricoles.

La situation monétaire s'est quelque peu détendue, au début de 1967, lorsque les mesures restrictives imposées pendant une période limitée aux termes du programme législatif d'urgence de 1964 ont cessé de s'appliquer. Le contrôle autoritaire de l'octroi de prêts par les banques avait déjà été remplacé, à la fin de 1966, par un système de directives officielles. L'interdiction faite aux banques de rémunérer les dépôts en francs suisses de non-résidents est devenue caduque en mars 1967. A partir de cette date également, les banques n'ont plus été tenues de compenser leurs gains nets de ressources en provenance de l'étranger par des placements d'un même montant en dehors du pays. Enfin, le contrôle autoritaire des émissions de valeurs pour compte suisse a été levé et remplacé par un arrangement amiable conclu entre les banques et la Banque Nationale.

Pendant les premiers mois de 1967, les banques étaient placées dans une position de liquidité assez difficile et les taux d'intérêt se tenaient à des niveaux élevés malgré la détente survenue à l'étranger. Pour alléger la position de liquidité des établissements de crédit, la Banque Nationale a libéré, en avril, le tiers (FS 345 millions) des dépôts bloqués qu'ils avaient constitués en 1961 au moment d'un afflux massif de capitaux étrangers. La situation du marché monétaire s'est détendue au début de l'été, le conflit au Moyen-Orient ayant donné naissance à d'importantes entrées de capitaux dues en majeure partie à des rapatriements.

En juillet, après le fléchissement des taux du marché, la Banque Nationale a ramené le taux du réescompte de 3 ½ à 3%. Le taux de l'argent au jour le jour est tombé de plus de 4% en mai à moins de 1% en septembre. Le mouvement de hausse des taux d'intérêt à l'étranger a provoqué, par la suite, un resserrement du marché en automne. Combiné avec l'octroi, par un groupe de banques suisses, d'un prêt de FS 450 millions à la Grande-Bretagne, ce resserrement a conduit les autorités à libérer, en décembre, le solde de FS 690 millions de ressources bancaires immobilisées à des comptes bloqués à la Banque Nationale. A la même époque également, l'agitation sur le marché des changes et sur le marché de l'or a provoqué un nouvel afflux de fonds de l'étranger.

La position de liquidité du système bancaire s'est aussi favorablement ressentie, pendant l'année, d'une augmentation des excédents de la balance des paiements courants et du rythme élevé de formation des dépôts, à échéance éloignée en particulier, dans les banques. En partie à la suite du relèvement des taux de rémunération servis sur les bons de caisse, les engagements de 75 établissements considérés comme représentatifs du système tout entier se sont accrus de FS 10,9 milliards, c'est-à-dire de 13% (contre 8% en 1966). Leurs encours, en revanche, ont progressé de FS 5,2 milliards seulement (+9,1%), c'est-à-dire à peu près au même rythme que l'année précédente. Par ailleurs, l'octroi de facilités à des non-résidents a représenté un pourcentage plus élevé de l'expansion globale qu'en 1966. Les banques ont largement utilisé leurs gains de moyens liquides pour renforcer leurs avoirs à l'étranger, dont le montant net est passé de FS 900 millions à FS 2,1 milliards pendant la période de douze mois ayant pris fin en septembre 1967. Le peu d'activité des demandes de concours émanant de l'économie suisse a conduit la Banque Nationale à abroger, en septembre, les directives adressées aux banques au sujet de la limitation de l'expansion de leurs prêts.

Le marché des émissions nouvelles, toujours assujéti à des contrôles volontaires, a fait preuve dans l'ensemble, en 1967, d'une activité comparable à celle de 1966. Les offres de valeurs à revenu fixe par des résidents ont atteint FS 2.545 millions (chiffre net) en 1967, contre FS 2.485 millions pendant l'année précédente. Les émissions de non-résidents, toujours soumises au régime de l'autorisation préalable, ont pu progresser de FS 425 millions en 1966 à FS 710 millions en 1967 (dont FS 300 millions correspondaient à des contingents d'émissions internationales pris en charge par un consortium de banques suisses). La moitié environ de ces FS 300 millions a toutefois été placée auprès de non-résidents et n'a par conséquent pas donné naissance à des exportations de capitaux suisses. En raison du développement de l'épargne et du maintien en vigueur d'un système de rationnement des émissions nouvelles, la situation s'est légèrement détendue

en 1967, pour la première fois depuis quelques années, dans le compartiment des obligations. Au cours de l'année dernière, les coupons d'arrérages proposés aux souscripteurs ont été réduits d'un quart de point environ à 5 % pour les obligations cantonales, et ramenés entre 5 ¼ et 5 ½ % environ pour les emprunts émis par les sociétés productrices d'énergie électrique.

De nouvelles mesures touchant l'offre de travail ont été introduites au début de 1968 en raison de la lenteur du mouvement de croissance et de la persistance de la pénurie de main-d'œuvre. Ces dispositions ont pour but de donner une plus grande mobilité à une partie du contingent des travailleurs étrangers, dont l'effectif total devra toutefois être maintenu stable.

Autriche. Assez stationnaire dans l'ensemble en 1966, la production industrielle a légèrement fléchi l'an dernier. Après avoir plafonné pendant des mois, les exportations s'étaient déjà inscrites en reprise à la fin de 1966 mais, à la même époque, l'activité avait commencé de se ralentir du côté des investissements dans l'industrie et de la construction de logements, et le processus de croissance de la consommation avait tendance à s'essouffler.

L'activité a été appuyée, dans ces conditions, par une politique budgétaire de plus en plus expansionniste. En tout état de cause, le budget de 1967 avait prévu, à l'origine, un accroissement de 11 % des dépenses et des dégrèvements limités en matière d'impôts sur le revenu. En raison de l'affaiblissement de la conjoncture, les recettes ont été toutefois inférieures aux prévisions. En outre, de nouveaux dégrèvements d'impôts sur le revenu ont été accordés en octobre. De leur côté, les dépenses ont dépassé les prévisions faites à l'origine, en partie à la suite d'une augmentation des appointements des fonctionnaires. En fin de compte, le déficit du budget (non compris les remboursements de dettes et les transactions avec l'étranger) s'est monté à SCH 4,3 milliards l'an dernier, contre SCH 900 millions en 1966.

Les conditions sur le marché monétaire sont devenues beaucoup plus faciles en 1967. Mis à part l'effet d'expansion exercé sur la liquidité des banques par le financement du déficit budgétaire et par l'amélioration de la balance des paiements courants, les appels à l'emprunt à long terme à l'étranger du secteur public et du secteur privé se sont très vigoureusement développés. En avril, le taux du réescompte a été abaissé de 4 ½ à 4 ¼ % et celui des avances sur effets publics de 5 ½ à 4 ¾ %. En outre, la Banque Nationale a réduit d'un point les pourcentages de réserves obligatoires, libérant ainsi SCH 1,5 milliard de ressources, en même temps qu'elle a proposé de racheter des effets négociables sur le marché monétaire à concurrence de SCH 500 millions. L'augmentation de ce dernier chiffre à SCH 1 milliard en juin a été accompagnée par un relèvement des plafonds de

réescompte pour les effets représentatifs de ventes à l'étranger et par un assouplissement des conditions d'accès aux avances de la banque centrale. De nouvelles mesures visant, en partie, à encourager les emprunteurs à reprendre le chemin du marché national du crédit ont été introduites en octobre. Le taux du réescompte a été ramené à 3¾% et les autres taux appliqués par la banque centrale ont subi une diminution correspondante. En outre, un nouvel abaissement des pourcentages des réserves obligatoires a remis à la disposition du marché SCH 1,5 milliard de moyens liquides.

A la suite du ralentissement de l'activité et de la recrudescence des appels à l'emprunt sur des places étrangères, les octrois de crédits par les banques (achats de valeurs mobilières non compris) ont augmenté, en 1967, de SCH 9,9 milliards seulement, contre SCH 14,7 milliards en 1966. Les engagements des instituts de crédit se sont accrus, en revanche, de SCH 12,2 milliards, c'est-à-dire à un rythme un peu plus élevé que pendant l'année précédente. Les organismes de crédit ont pu, par conséquent, rembourser une partie de leur endettement envers la banque centrale, reconstituer leurs avoirs liquides et ramener de SCH 3,8 milliards à SCH 2,4 milliards à la fin de 1967 le volume net de leurs engagements à court terme envers l'étranger.

En raison du ralentissement persistant de l'activité en 1967, le budget de 1968 comporte une série de stimulants visant à encourager la demande, en particulier celle de biens d'investissement. Le déficit du budget ordinaire, dont le financement sera essentiellement assuré une fois de plus avec le produit d'emprunts contractés à l'étranger, sera très légèrement inférieur à celui de 1967. Un budget supplémentaire prévoyant SCH 2,4 milliards de dépenses financées par le crédit a été prévu, et l'exécution d'une première tranche égale à la moitié environ de cette somme a commencé au début de 1968.

Espagne. Au début de 1967, l'évolution de la situation économique se ressentait des mesures de stabilisation adoptées au cours de l'automne précédent, alors que l'inflation des prix et le déficit des paiements avaient pris des proportions inquiétantes. Ces mesures prévoyaient notamment une compression des dépenses de consommation des administrations, et un blocage provisoire des dépenses d'investissement du secteur public au niveau de 1966. Le régime de surveillance des prix et des marges bénéficiaires avait été étendu à toutes les catégories de marchandises et de services. Les conditions générales des ventes à crédit avaient été aménagées dans un sens restrictif. Enfin, l'expansion des encours des banques envers le secteur privé de l'économie continuait d'être plafonnée à 17% par an, pourcentage adopté précédemment en 1966.

A la fin de 1966 et au début de 1967, la production industrielle a plafonné, puis s'est inscrite en recul, en raison principalement d'une diminution du rythme des investissements. Au cours de cette période, les importations, qui avaient sensiblement fléchi au printemps et pendant l'été de 1966, se sont à peu près stabilisées, mais à un palier élevé. Les exportations ont fait preuve de plus de vigueur que pendant la période correspondante de l'année précédente, mais le déficit global de la balance des paiements est demeuré considérable et les prélèvements sur les réserves monétaires se sont poursuivis.

La production industrielle a marqué une certaine reprise au printemps et au début de l'été, mais elle a accusé un nouveau recul en automne pour se tenir, à la fin de 1967, à peu près au même niveau qu'à la fin de l'année précédente. Au cours de 1967, les prix à la consommation ont augmenté de 6½%, contre 5,3% en 1966, pendant que les prix de gros ont fait preuve de stabilité. Les salaires ont progressé, semble-t-il, de façon très appréciable pendant l'année considérée. En octobre, le salaire minimum journalier national a été relevé de 14,3% pour atteindre PTA 96, après avoir été porté l'année précédente de PTA 60 à PTA 84.

Le gouvernement a réussi à limiter à 13% le pourcentage d'augmentation des dépenses budgétaires, qui avait atteint plus de 21% en 1966. Toutefois, en raison notamment de décaissements accrus à destination des collectivités locales, la réduction des besoins nets d'emprunt du Trésor n'a pas été aussi marquée: PTA 31 milliards contre PTA 33,2 milliards l'année précédente. Comme le Trésor a pu, en même temps, placer un volume de valeurs plus important qu'en 1966, ses recours nets à la banque centrale ont été ramenés à un chiffre négligeable.

Les prêts des instituts de crédit (banque centrale comprise) au secteur public de l'économie, principalement sous forme d'achats de valeurs, se sont accrus l'an dernier de 19,4%, c'est-à-dire au même rythme qu'en 1966. De même, l'expansion des crédits au secteur privé a presque atteint le pourcentage maximum de 17%. L'absorption de moyens liquides par les déficits de paiements ayant été inférieure à celle de 1966, le volume des disponibilités monétaires et quasi monétaires s'est accru l'an dernier de 16%, contre 14% l'année précédente. Le pourcentage des dépôts que les banques sont tenues d'investir en valeurs du gouvernement a été relevé en deux étapes de 17 à 19%, après avoir été porté de 15 à 17% en 1966. Les banques ont adressé de nouveaux appels à la banque centrale, mais pour des montants moins élevés que l'année précédente.

En novembre, la peseta a été dévaluée d'un même pourcentage que le sterling. Cette décision a été complétée immédiatement par une série de mesures de stabilisation visant à ralentir les hausses de prix par une action restrictive sur la consommation (compression des effectifs des fonctionnaires du gouvernement, blocage des salaires et

des prix jusqu'à la fin de 1968, surtaxe de 10% sur les bénéfices de la plupart des sociétés privées, relèvement de 5% du montant du versement initial pour les achats à crédit). Peu de jours après, le 27 novembre, la Banque d'Espagne a relevé son taux de réescompte de 5 à 5⁵/₈%; en même temps, les taux d'intérêt appliqués par les banques ont été relevés d'un demi-point, et le taux de l'intérêt servi sur les comptes d'épargne a été augmenté d'un point.

En 1967, le produit national exprimé en termes réels s'est accru de 3¹/₂% seulement, contre une progression de presque 8% en 1966. Il semble que la production industrielle ait augmenté au début de 1968. La dévaluation devrait favoriser une nouvelle avance de celle-ci et, simultanément, une amélioration des comptes avec l'étranger, mais l'accroissement dépendra, dans une large mesure, du succès des efforts déployés par le gouvernement pour contrôler l'augmentation des dépenses publiques et le mouvement d'inflation des prix.

Portugal. Grâce à un redressement accentué de la production agricole et à la poursuite de l'expansion dans le secteur des services, le rythme d'accroissement du produit intérieur brut, exprimé en termes réels, s'est accéléré pour atteindre 5¹/₂% l'an dernier, après avoir fléchi de 7% en 1965 à 3% seulement en 1966. En revanche, la cadence d'augmentation de la production industrielle s'est ralentie. Bien que l'activité dans le secteur du bâtiment ait été assez vigoureuse, le volume brut des investissements en capitaux fixes, qui s'était sensiblement accru ces dernières années, a accusé un recul de plus de 10% l'an dernier. Ce mouvement a été lié en partie, semble-t-il, à l'alourdissement des coûts ayant sa source dans des relèvements de salaires, notamment dans l'industrie. La hausse persistante des prix à la consommation a été quelque peu modérée par le redressement de la production agricole.

Les dépenses ordinaires et extraordinaires de l'Administration centrale se sont accrues de 18% environ de janvier à novembre 1967, contre 8% pendant la période correspondante de l'année précédente. Dans le même temps, le rendement des impôts a fortement augmenté à la suite de l'amélioration des procédures de recouvrement et de l'entrée en vigueur d'un nouveau régime fiscal. Aussi l'excédent du budget général a-t-il été du même ordre de grandeur qu'en 1966.

En raison du fléchissement de la production industrielle, les prêts consentis par le système bancaire au secteur privé, principalement sous forme d'escompte d'effets de commerce, se sont accrus l'an dernier de 7¹/₂% seulement, contre 13% en 1966. En revanche, le volume des disponibilités monétaires et quasi monétaires a progressé de 11%, soit presque autant qu'en 1966, du fait de l'augmentation

des surplus de paiements. Dans ces conditions, les banques ont pu renforcer leurs encaisses et accélérer leurs achats de titres tout en freinant leurs recours au crédit de la banque centrale.

Diverses mesures visant à accroître l'efficacité de l'appareil de distribution du crédit et à faciliter l'accès au crédit à l'intérieur du pays ont été adoptées pendant l'été de 1967. Etant donné que la récession avait été aggravée, semblait-il, par la révocation brutale de facilités à court terme dont l'industrie dépend, dans une large mesure, des organismes centraux ont été créés pour l'assurance des crédits à l'exportation et la collecte de renseignements sur les risques. En même temps, l'accès des exportateurs à des ressources publiques pour financer des ventes à l'étranger a été très sensiblement élargi. Toute la structure des taux de l'appareil de distribution du crédit a été révisée en hausse (encore que les taux nouvellement appliqués soient sensiblement inférieurs à ceux pratiqués à l'étranger). Les dispositions exigeant que 51% du capital des sociétés portugaises soient détenus par des Portugais ont été abolies. Les pourcentages minimums d'encaisse en contrepartie des dépôts à vue et des dépôts à 90 jours au maximum ont été abaissés d'un point, à 14 et 9% respectivement, mais le ratio pour les dépôts à échéance plus éloignée a été porté de 5 à 6%.

Au cours du dernier trimestre de 1967, un certain mouvement de reprise s'est dessiné du côté des exportations et de la production industrielle. Pour les investissements, au contraire, il reste du chemin à parcourir avant que ces derniers atteignent les objectifs fixés dans les plans de croissance. Pour remédier à cette situation, le gouvernement, au début de 1968, a abaissé les droits de douane frappant les matières premières et les biens d'équipement importés, et a octroyé des avantages fiscaux pour stimuler les investissements dans l'industrie.

Danemark. En dépit du manque d'activité des ventes à l'étranger, la production et les gains des salariés ont continué d'augmenter vigoureusement pendant la première moitié de 1967, parallèlement à un développement d'activité dans la construction de maisons à usage résidentiel, et à une progression des dépenses de consommation des particuliers et des dépenses publiques. Dans une certaine mesure, les consommateurs ont accru leurs achats en prévision du remplacement, en juillet, de la taxe sur le chiffre d'affaires par une taxe à la valeur ajoutée de 10% applicable à 80% (au lieu de 40% dans l'ancien système) des dépenses totales de consommation et devant par conséquent fournir au Trésor, pendant une année entière, un volume de recettes égal au double de celui encaissé précédemment. Avec un taux officiel de réescompte de 6½%, la politique de crédit conservait un caractère restrictif. Les banques commerciales et les caisses d'épargne étaient tenues, depuis 1965, de déposer 20% de l'augmentation de leurs dépôts à des comptes spéciaux à la Banque Nationale, ou d'utiliser ces 20% pour renforcer leur position nette

envers l'étranger. Depuis décembre 1966, elles peuvent, pour s'acquitter de cette obligation, déposer à la Banque Nationale des valeurs à revenu fixe admises à la cote officielle ayant moins de dix années à courir.

Le rythme d'accroissement de la consommation s'est ralenti après le mois de juin, en même temps que les investissements perdaient de leur dynamisme. Les marges bénéficiaires se sont progressivement amenuisées, mais les avances des banques, qui s'étaient vigoureusement développées pendant le premier semestre, se sont accrues à une cadence beaucoup plus lente, en partie parce que les établissements de crédit cherchaient activement à reconstituer leur position de liquidité. Malgré la levée des mesures de contrôle quantitatif frappant l'industrie du bâtiment, la cadence de construction de logements s'est modérément accélérée. En revanche, les ventes à l'étranger ont commencé de faire des progrès, pendant que les dépenses publiques augmentaient comme auparavant. Pendant les quelques mois qui ont précédé la dévaluation de la livre, la production s'est, dans l'ensemble, inscrite en recul si on en juge d'après l'augmentation du chômage.

En novembre, le Danemark a suivi la dévaluation de la livre en dépréciant sa monnaie de 7,9% par rapport au dollar, pourcentage un peu supérieur à la moitié de celui adopté en Grande-Bretagne. Cet ajustement s'explique, en partie, par l'importance du débouché britannique pour les produits agricoles danois, mais il était souhaité pour d'autres raisons également. L'inflation des coûts avait en effet soulevé, ces dernières années, un sérieux problème. De 1961 à 1966, les gains horaires s'étaient accrus de 10% par an environ, c'est-à-dire à un rythme très supérieur à celui de l'amélioration de la productivité, et l'indice des prix à la consommation avait accusé une hausse de 6% par an environ. En partie en prévision d'une intensification des poussées inflationnistes, les taux d'intérêt à long terme s'étaient tenus, pendant plusieurs années avant la dévaluation, entre 8 et 10%. Le rajustement de parité a donc été, semble-t-il, une mesure réaliste du point de vue du renforcement de la position générale du Danemark dans ses échanges avec l'étranger.

En raison du ralentissement du rythme de croissance au cours du deuxième semestre, le volume total des encours des banques envers l'économie s'est accru de 9% seulement en 1967, contre 15% pendant l'année précédente. Les dépôts ont accusé, en revanche, une progression de 11%, malgré un déséquilibre de la balance des paiements et des prélèvements sur les réserves monétaires, parce que le budget de caisse, précédemment excédentaire, a fait apparaître un déficit, dont le financement s'est reflété en partie dans les mouvements des comptes du Trésor à la banque centrale. En outre, pour contenir des pressions à la hausse sur les taux d'intérêt, la banque centrale a continué d'acheter des obligations du Trésor. Les interventions de la banque centrale, combinées avec des opérations de

remboursement de titres de la dette publique, ont atteint KRD 1,5 milliard l'an dernier, contre KRD 1 milliard en 1966. Après avoir versé KRD 275 millions à leurs comptes de réserve bloqués, et sans presque modifier la consistance de leur portefeuille investissements, les banques commerciales ont renforcé de plus de KRD 500 millions leur position de liquidité, qui s'était affaiblie de KRD 650 millions en 1966.

La mise au point d'un programme restrictif destiné à compléter la dévaluation a été assez lente. Les marges bénéficiaires des commerçants ont été immédiatement bloquées jusqu'en juin 1968. Le 19 décembre, le taux du réescompte a été porté de 6½ à 7½% et la banque centrale n'est plus intervenue sur le marché pour soutenir les cours des obligations. Pour l'ensemble de l'année 1967, les prix à la consommation se sont accrus de 10% (ou de 5% si on ne tient pas compte de l'incidence de l'aménagement des taxes) et le taux de rendement des obligations du Trésor à long terme est passé de 9 à 9¼% environ.

A la fin de février 1968, le gouvernement a mis en route un programme visant à dégager, pendant l'exercice financier commençant en avril, un excédent de KRD 450 millions du budget de caisse (contre un déficit de KRD 360 millions en 1967-68). Les dispositions de ce programme comprennent des compressions de dépenses, un relèvement, à compter du mois d'avril, de la quotité de la taxe à la valeur ajoutée (de 10 à 12½%), un accroissement des subventions à l'agriculture afin de limiter des hausses de prix, enfin un blocage des prix dans de nombreuses branches jusqu'en novembre 1968. Dans ce nouveau climat, et pour encourager une certaine reprise des investissements dans l'industrie, la Banque Nationale a ramené le taux du réescompte de 7½ à 7% en mars 1968.

Norvège. Après plusieurs années de croissance économique soutenue et accélérée, et devant les perspectives d'une augmentation considérable des dépenses publiques, les pressions sur les ressources étaient vraisemblablement appelées à s'intensifier au début de 1967. Le but annoncé de la politique du crédit en 1967 a été de ramener l'expansion des encours des banques et des caisses d'épargne à KRN 1.250 millions, soit un pourcentage de 6½% environ, contre quelque 9½% en 1966. En mars, une série de mesures modérément restrictives ont été appliquées: elles comprenaient, entre autres, l'ajournement de l'exécution de programmes du gouvernement, l'étalement sur une plus longue période des prêts accordés par les banques d'Etat, une limitation sélective des constructions nouvelles, des encouragements accrus pour les dépôts de fonds à des comptes d'investissement à la Norges Bank, et un durcissement des conditions régissant les achats à tempérament.

Au cours du second trimestre, la production a un peu fléchi, en raison du ralentissement de la demande de biens de consommation et d'investissement et elle est demeurée orientée à la baisse pendant les trois mois suivants, au cours desquels le volume des ventes à l'étranger a également diminué. L'accroissement des recettes des opérations en capital a toutefois permis de maintenir la balance globale des paiements dans une position excédentaire. La situation sur le marché du travail ne s'est guère détendue et les salaires sont demeurés orientés à la hausse.

A partir du début de l'automne, la production s'est inscrite une fois de plus en reprise. Le projet de budget de 1968, présenté en octobre, prévoit une diminution du rythme d'accroissement des dépenses publiques et une augmentation de l'excédent de recettes, avant la conclusion des opérations de prêt du Trésor. Toutefois, étant donné que les prêts du Trésor aux banques d'Etat seront très sensiblement augmentés, les besoins nets d'emprunt du gouvernement doivent être un peu plus étendus qu'en 1967. En novembre, les pourcentages minima de liquidité des banques commerciales et des caisses d'épargne ont été relevés d'un point afin de contenir l'expansion du crédit dans les limites qui avaient été fixées pour 1967.

A la suite du changement de la parité de la livre sterling, la couronne norvégienne a été soumise à quelques pressions et la banque centrale a dû, pendant un certain temps, intervenir sur le marché des changes à terme. Néanmoins, les réserves ont commencé de s'accroître peu de temps après, et les engagements de change à terme ont été progressivement dénoués.

En décembre, dans le cadre d'un changement de structure, la Norges Bank a conclu un accord avec les organismes de crédit, en vue d'isoler, dans une plus large mesure, les fluctuations des taux d'intérêt à long terme en Norvège de mouvements survenus à l'étranger. Les établissements de crédit se sont engagés à entamer des consultations avec la banque centrale avant d'aménager les taux d'intérêt appliqués aux dépôts ou aux avances, à ne pas passer entre eux d'arrangements en vue de lier les taux offerts ou appliqués au taux officiel de l'escompte, à fixer une fois pour toutes pour des périodes allant de cinq à dix ans, les taux des prêts hypothécaires qui pouvaient précédemment être modifiés sur simple préavis, et, dans toute la mesure du possible, à financer les investissements à long terme en octroyant des crédits à échéance éloignée.

Au cours de l'année 1967, les banques commerciales et les caisses d'épargne ont accru de 8½% les crédits accordés au secteur privé de l'économie, pourcentage dépassant sensiblement le plafond fixé au début de l'année. En même temps, le volume des prêts du système bancaire au secteur public a effectivement fléchi, en raison principalement d'une amélioration de la position du Trésor envers la banque centrale. Toutefois, comme les excédents de paiements ont été supérieurs

à ceux de 1966, le volume des disponibilités monétaires et quasi monétaires s'est accru de 9 ½ % environ, soit à un rythme un peu plus élevé que précédemment. La banque centrale a recommandé aux banques commerciales et aux caisses d'épargne de ne pas accroître leurs prêts au-delà de KRN 1.750 millions pour 1968, ce qui implique qu'elles maintiennent à peu près le même pourcentage d'augmentation qu'en 1967.

Suède. La modération dont les autorités avaient fait preuve précédemment dans la conduite de leur politique économique et le fléchissement des ventes à l'étranger avaient provoqué, vers le milieu de 1966, une certaine réduction du rythme de croissance de la demande. Au début de 1967, les exportations marquaient une nouvelle reprise, mais les investissements dans l'industrie s'inscrivaient en recul. Pour l'exercice financier commençant en juillet 1967, le projet de budget présenté en janvier tendait à limiter la consommation de façon sélective (relèvement des impôts indirects et du montant des versements aux caisses de retraites, application d'une taxe d'investissement de 25 % aux constructions ne figurant pas sur les listes de priorités). Le nouveau Fonds de développement industriel ayant pour objet de financer l'exécution de plans de rationalisation et de développement a reçu, en revanche, une dotation de KRS 500 millions. Aussi, la politique monétaire a-t-elle été orientée vers la création de conditions plus faciles d'accès au crédit et le taux de réescompte a été abaissé en deux étapes de 6 à 5 % en février et en mars.

En raison du manque d'activité de la demande d'origine intérieure et d'une nouvelle diminution des exportations, les autorités ont pris, à partir de la fin du printemps, une série de mesures pour lutter contre la tendance à l'aggravation du chômage. Des ressources d'investissement, conservées par les entreprises industrielles à des comptes bloqués à la Riksbank, ont été libérées en trois étapes: en mai, pour financer l'exécution de projets de construction et les achats d'équipement, en octobre pour appuyer la reconstitution des stocks, et en décembre à nouveau pour faciliter des achats d'équipement. Les dates de passation de certaines commandes par des organismes publics ont été avancées; celles passées par les collectivités locales ont bénéficié d'une subvention de 20 % non remboursable accordée par le gouvernement. L'exécution de programmes de construction du secteur public a été accélérée, et les facilités accordées à la construction de maisons à usage résidentiel ont été élargies. Par ailleurs, les pouvoirs publics ont accordé des exemptions de la taxe d'investissement et les activités déployées en faveur du reclassement des travailleurs ont été vigoureusement poussées. L'augmentation des dépenses publiques qui a fait suite à ces interventions et l'insuffisance, pour des raisons cycliques, des recettes du Trésor par rapport aux prévisions,

ont contribué à porter le déficit probable de l'exercice budgétaire 1967-68 à KRS 3,3 milliards (chiffre révisé) contre un déficit de KRS 1,6 milliard pendant l'exercice précédent.

A la suite de l'application de toutes ces mesures, la Suède a réussi à obtenir, l'an dernier, un taux de croissance économique assez satisfaisant. La reprise accentuée dans la branche construction de logements, l'augmentation des dépenses publiques et un accroissement modéré de la consommation des particuliers ont plus que compensé le manque de vigueur des exportations et des investissements du secteur privé de l'économie. Exprimée en termes réels, la production s'est accrue au taux de 3,6%, pourcentage supérieur à celui de 1966 et très voisin de celui de 1965. En revanche, le chômage a atteint un niveau un peu plus élevé que celui des années passées.

Les concours accordés à l'économie par l'appareil de distribution du crédit ont augmenté de KRS 17,3 milliards en chiffres nets l'an dernier, contre KRS 12,7 milliards et KRS 10,3 milliards respectivement en 1966 et 1965. De 1966 à 1967, les appels à l'emprunt du gouvernement se sont fortement développés, passant de KRS 1,3 à KRS 3 milliards. La moitié environ de cette dernière somme a été fournie par les banques qui peuvent faire entrer les valeurs du Trésor au nombre des composantes de leurs liquidités. Les concours accordés par la banque centrale au gouvernement ont moins augmenté qu'en 1966 et ont revêtu, dans une très large mesure, la forme d'achats d'obligations à échéance éloignée. L'octroi de nouveaux crédits à la branche construction de logements, principalement avec le produit d'émissions d'obligations hypothécaires, a progressé de KRS 5,5 milliards en 1966 à KRS 6,9 milliards en 1967. Comme pendant l'année précédente, les appels à l'emprunt des entreprises commerciales (qui sont passés d'une année à l'autre de KRS 4,6 milliards à KRS 5,8 milliards) ont été couverts, en 1967, à concurrence des deux tiers environ, par le recours au marché des capitaux. Le volume des moyens liquides des banques s'est accru de KRS 3,1 milliards l'an dernier, après avoir enregistré un gain de KRS 1,8 milliard en 1966. Cette expansion a reflété essentiellement un renforcement de leur portefeuille d'obligations du Trésor et d'obligations hypothécaires du gouvernement, et une amélioration de leur position nette envers l'étranger.

Un resserrement brutal de la politique monétaire est intervenu en novembre pour enrayer les sorties de capitaux qui ont fait suite à la dévaluation de la livre. Après avoir subi en un mois seulement une perte de réserves de presque KRS 1 milliard, la Riksbank a relevé le taux du réescompte de 5 à 6% et appliqué un taux de pénalisation de 9% à la fraction des engagements des banques commerciales envers la banque centrale dépassant 50% de leurs ressources

propres. En outre, les banques n'ont plus été autorisées à faire figurer la moitié de leurs avoirs à l'étranger au nombre des éléments retenus pour le calcul du ratio de liquidité, qu'elles doivent observer sous peine d'être assujetties au taux de pénalisation sur la fraction de leur endettement envers la banque centrale dépassant 25 % de leurs ressources propres. Cette mesure a été renforcée par l'obligation temporaire faite aux grandes banques et aux établissements de moindre importance d'immobiliser 2 et 1 % respectivement du volume de leurs dépôts à leurs comptes à la Riksbank. Le resserrement du crédit, intervenu à la fin de l'an dernier, a provoqué, pour l'ensemble de 1967, une augmentation de KRS 1 milliard des engagements des banques commerciales envers la banque centrale. A la suite d'un reflux de capitaux, le taux du réescompte a été réduit à 5 ½ % en février et des ressources immobilisées aux comptes bloqués ont été libérées.

Au printemps de 1968, les autorités faisaient encore preuve de prudence dans la conduite de leur politique économique. L'exécution des programmes tendant à créer des emplois sera plus activement poussée, mais, le projet de budget pour 1968-69 prévoit une réduction appréciable du déficit à KRS 2,7 milliards. Des aménagements du régime fiscal découlant principalement de l'introduction, en janvier 1969, d'un système de taxes à la valeur ajoutée doivent exercer sur les recettes un effet correspondant, en gros, à la réduction escomptée du déficit.

Finlande. En octobre 1967, dix années à peine après l'abaissement de sa parité de 28 %, le mark finlandais a de nouveau été dévalué de 23,8 %. Même si elles ont atteint leur point culminant l'an dernier, les difficultés qui ont conduit à cette décision ont des origines plus lointaines. Elles ont été engendrées, semble-t-il, principalement par la persistance des tensions inflationnistes ayant leur source dans une poussée à la hausse des coûts de production et des prix, dont l'intensité est imputable en partie à l'utilisation de plus en plus généralisée du système d'indexation. L'année 1964 a été la période cruciale, étant donné que les réserves officielles n'ont pratiquement pas cessé de fléchir à partir de ce moment, en dépit d'un recours considérable à des emprunts à l'étranger.

De 1964 à 1966, les gains horaires se sont accrus en moyenne de 10 % par an ; la progression la plus forte a été notée en 1964 avec 13,2 %, dont 10 % pour tenir compte de la hausse du coût de la vie. Au cours de la même période, les prix à la consommation ont progressé à une cadence annuelle de 6 ½ %. Il est vrai que l'avance satisfaisante des exportations en 1964 et 1965 a pu accélérer la course salaires-prix. De leur côté, les importations ont marqué une augmentation de près de 25 % pour la seule année 1964 et de 13 % par an en moyenne pour l'ensemble de la période 1964-66. Le rythme d'accroissement des exportations s'est ralenti

à partir de 1965 et le mouvement de hausse enregistré au cours des trois premiers trimestres de 1967 a eu entièrement sa source dans la progression des ventes à l'Union Soviétique.

Au premier semestre de 1967, les autorités monétaires ont continué d'appliquer une politique restrictive. Pendant cette période, les banques ont dû ramener le volume de leurs présentations au réescompte entre certaines limites. Par ailleurs, pour compenser les effets d'une avance de MF 300 millions de la banque centrale au Trésor, en décembre 1966, les banques devaient effectuer des versements en comptes spéciaux auprès de la Banque de Finlande en fonction de l'accroissement de leurs ressources. En juin, des directives détaillées furent adressées aux banques au sujet des priorités à observer en matière d'octroi de prêts. Dans le projet de budget présenté en automne 1966, les autorités avaient cependant accentué le caractère restrictif de leur politique fiscale, en relevant la taxe à l'achat et la quotité des impôts sur les revenus de particuliers et les biens immeubles. Sous l'effet des mesures restrictives d'ordre monétaire et fiscal, il s'est produit un ralentissement de l'activité dans le secteur des investissements productifs et de la construction de logements, suivi d'un fléchissement de la production au printemps de 1967. Malgré le recul des importations, l'apparition du chômage et la stagnation des exportations, combinées avec l'épuisement progressif des facilités de crédit ouvertes par le F.M.I., au mois de mars 1967, ont amené les autorités finlandaises à modifier la parité de leur monnaie en automne.

La dévaluation a été accompagnée par l'application d'une taxe à l'exportation, dont le taux, fixé à l'origine à 14%, doit être progressivement révisé en baisse. Les ressources ainsi obtenues seront bloquées à la banque centrale en attendant leur affectation à des investissements spécifiés. Il a été décidé par ailleurs d'abolir, avant la date prévue, les droits de douane frappant les importations en provenance de l'A.E.L.E., de relever les droits sur le tabac et les cigarettes, et de bloquer les prix de tous les articles entrant dans le calcul de l'indice du coût de la vie. Du fait partiellement des répercussions du déficit des comptes extérieurs sur la position de liquidité des banques, la cadence d'augmentation des prêts des institutions de crédit a fléchi (accroissement de 8,4% en 1967, contre 11,6% pendant chacune des deux années précédentes).

Le projet de budget de 1968, présenté à la suite de la dévaluation, fait ressortir un équilibre global en dépit d'un accroissement prononcé des prêts du Trésor et des dépenses d'investissement du secteur public. Le programme de stabilisation de grande envergure, mis en route par le gouvernement en avril 1968, revêt toutefois une signification plus étendue: à côté de l'abandon du système d'indexation des salaires, des dépôts bancaires, des émissions d'obligations du Trésor et de la plupart

des autres conventions, il prévoit en effet, jusqu'à la fin de 1969, une limitation de la hausse des salaires et des prix agricoles ainsi qu'un blocage des autres prix, des loyers et des taux appliqués par les banques aux avances à leur clientèle. Les autorités ont décidé, en outre, de comprimer les dépenses publiques, de ne plus avoir recours à des budgets supplémentaires, de s'abstenir de toute modification de la fiscalité avant la fin de 1969 et de limiter l'émission d'emprunts du Trésor essentiellement aux montants nécessaires pour amortir la dette publique. En revanche, du fait de l'amélioration des perspectives de la balance des paiements, il a été décidé d'accroître le volume des crédits accordés directement par la banque centrale au secteur privé en vue de stimuler les investissements.

Europe de l'Est.

Des conditions climatiques exceptionnellement favorables avaient provoqué, en 1966, une expansion très vigoureuse de la production agricole, qui avait joué un rôle de premier plan dans la rapidité de l'augmentation du produit matériel global des pays de l'Europe de l'Est. Aussi pouvait-on s'attendre, en 1967, à un ralentissement du rythme général de croissance économique. En fait, malgré des conditions atmosphériques plus difficiles, le volume de la production agricole a pu être maintenu l'an dernier et la production industrielle s'est accrue de 9 ½ %, contre 8 ½ % environ pendant chacune des deux années précédentes. Contre toute attente, le fléchissement du rythme d'augmentation du produit matériel a été par conséquent limité. Ce résultat est d'autant plus remarquable que le mouvement d'expansion dans l'industrie a été associé, dans presque tous les pays, à une amélioration accélérée de la productivité, et a revêtu la forme d'une augmentation de la cadence de production de biens de consommation qui a permis un nouveau relèvement appréciable des niveaux de consommation exprimés en termes réels.

Ces caractéristiques des progrès réalisés dans l'ensemble de l'Europe de l'Est sont ressorties avec une netteté particulière en *Union Soviétique*. Dans ce pays, la production agricole globale a fait peu de progrès par rapport à son niveau record de 1966, un fléchissement de 14 % de la récolte de céréales ayant été compensé par un accroissement des productions d'origine animale. Le trait essentiel de l'année 1967 a été une augmentation de 10 % de la production industrielle (pourcentage record depuis 1960) due à une amélioration de 7 % de la productivité, contre 4 ½ % en 1966. La structure des prix de gros a été révisée l'an dernier, de sorte que les bénéfices réalisés par les entreprises donnent une idée un peu moins approximative de leur degré d'efficacité. Cette révision a permis

d'étendre le retour à un régime de plus grande autonomie de gestion à des branches d'activité plus nombreuses, grâce à une série de stimulants, accordés en fonction des bénéfices réalisés et destinés à favoriser un accroissement de la productivité à l'échelon de l'usine. Pour être efficaces, ces encouragements doivent évidemment se traduire par un relèvement des niveaux de vie exprimés en termes réels: aussi la production de biens de consommation bénéficie-t-elle d'une sollicitude croissante, ainsi qu'on peut le constater d'après la structure des fabrications en 1967 et le plan de production dressé pour 1968, qui prévoit une expansion plus rapide dans la branche des biens de consommation que dans celle des biens d'équipement, rompant ainsi avec un principe que les planificateurs de l'U.R.S.S. observaient scrupuleusement depuis de longues années.

En raison de la lenteur de l'augmentation des effectifs de main-d'œuvre dans son industrie, l'accélération des gains de productivité revêt une importance particulière en *République démocratique allemande*, où la stabilité de l'expansion dans l'industrie a été maintenue en 1967. Cette observation est également valable pour la *Tchécoslovaquie*, où, après les difficultés survenues à partir de 1960, la production industrielle s'est maintenant accrue de plus de 7% pendant les trois années écoulées. Les progrès réalisés en Tchécoslovaquie dépendront, en particulier, du résultat des réformes en cours, dont la portée est plus étendue que celle des aménagements effectués dans l'économie de la plupart des autres pays de l'Europe de l'Est, en ce sens que les réformes visent à créer une variante de socialisme de marché pouvant recevoir des stimulants de la concurrence étrangère.

Economies des pays de l'Europe de l'Est:
Revenu national - Production industrielle et agricole.

Pays	Produit matériel net			Production industrielle globale			Production agricole globale		
	1965	1966	1967	1965	1966	1967	1965	1966	1967
augmentations annuelles, en termes réels, en pourcentage									
Albanie	3,0	9,0	7,5	6,4	12,0	12,8	-3,0	15,0	12,0
Bulgarie	7,1	11,1	9,0	13,7	12,2	13,4	1,8	14,3	1,0
Hongrie	1,1	8,4	7,0	4,8	6,6	9,1	-5,3	7,9	1,0
Pologne	7,0	7,2	6,0	9,0	7,4	7,5	7,7	5,4	2,3
République démocratique allemande	4,4	5,3	5,0	6,2 ¹	6,4 ¹	6,8 ¹	.	.	.
Roumanie	9,7	9,8	7,5	13,1	11,7	13,5	6,7	14,0	1,0
Tchécoslovaquie	3,4	10,8	8,0	7,9	7,4	7,1	-3,9	10,5	3,5
U. R. S. S.	6,9	7,5	7,0	8,7	8,6	10,0	2,0	9,8	1,0
Yougoslavie	3,4 ²	8,6 ²	0,3 ²	8,0	4,0	0,0	-9,1	16,0	-2,0

¹ « Production de marchandises » (c'est-à-dire compte non tenu des produits en cours de fabrication).

² Produit matériel brut.

Source: Nations Unies. Commission Economique pour l'Europe. *Etude sur la situation économique de l'Europe en 1967.*

Dans de nombreuses branches, la planification a pris désormais un caractère indicatif plutôt qu'impératif, et les producteurs bénéficient déjà d'un degré d'indépendance considérable pour prendre des décisions. Dans ces conditions, l'adoption, à partir de 1967, d'une nouvelle base de fixation des prix devait nécessairement soulever des difficultés. Les efforts déployés par la Tchécoslovaquie marquent néanmoins une évolution cruciale vers une répartition plus efficace des ressources à l'intérieur du pays, et vers une intégration économique plus étroite avec le reste du monde.

En *Hongrie*, où des changements comparables commencent d'être apportés cette année aux méthodes de conduite de l'économie, le développement de l'industrie en 1967 a été encourageant. La production s'est accrue de 9%, contre 6 1/2% en 1966, faisant ressortir des pourcentages supérieurs à ceux prévus dans le plan au point de vue de l'emploi de la main-d'œuvre et de la productivité. La structure de la production s'est améliorée à la suite de la fermeture de mines de charbon à prix de revient élevés, et de la rapidité du mouvement de croissance des fabrications dans l'industrie légère et les usines de transformation des denrées alimentaires. En revanche, l'évolution de l'industrie en *Pologne*, en 1967, a été moins encourageante et a fait ressortir des différences assez marquées par rapport à celle d'autres pays. Dans la branche des biens de consommation, le rythme d'expansion s'est en effet ralenti et le pourcentage global de la croissance industrielle n'a pu être maintenu qu'en employant des effectifs supplémentaires, pendant que la cadence d'amélioration de la productivité est tombée à 3 1/2%, niveau le plus bas des pays de l'Europe de l'Est (Yougoslavie non comprise). Ces deux phénomènes ont contribué à aggraver la tension sur le marché des biens de consommation au cours de l'année.

Au nombre des pays les moins industrialisés du groupe, la *Roumanie* et la *Bulgarie* ont accru toutes les deux leur production industrielle de quelque 13 1/2%, contre 12% environ en 1966. Si la Roumanie accuse, en ce qui concerne la production par ouvrier, le pourcentage d'augmentation le plus élevé (9 1/2% contre 8% en 1966), l'amélioration de la productivité a été plus accentuée en Bulgarie (plus de 8% en 1967, contre moins de 3% au cours de l'année précédente). L'effort d'industrialisation a été intensifié en *Albanie*, où la production a augmenté de 12,8% et où le mouvement a repris de la vigueur, semble-t-il, après les gains plus limités réalisés pendant la première moitié de la décennie écoulée. Ces progrès sont probablement dus à l'accroissement des approvisionnements en produits nécessaires à l'agriculture; la production agricole a accusé, une fois de plus, une augmentation très accentuée en 1967, portant le niveau général de production à plus de 25% au-dessus de celui de 1965.

Dans toute l'Europe de l'Est, les résultats obtenus par l'industrie au cours des deux années écoulées ont été supérieurs à ceux prévus dans les plans. Cet écart s'explique vraisemblablement par l'octroi de plus en plus systématique de stimulants matériels, en liaison avec la fixation d'objectifs raisonnables, ce qui a eu pour effet de renverser la tendance à long terme à un ralentissement du mouvement de croissance dans l'industrie. Les plans de production de 1968 sont une fois de plus modestes, en ce sens qu'ils prévoient des taux d'expansion inférieurs à ceux effectivement atteints l'an dernier. Même modération par rapport aux années précédentes du côté des plans dressés pour l'agriculture. Ces objectifs doivent être maintenant considérés, en revanche, comme les taux minimums probables d'expansion.

En *Yougoslavie*, les résultats obtenus en 1967 par l'économie soutiennent assez peu favorablement la comparaison avec les progrès réalisés par les autres pays de l'Europe de l'Est. Le produit matériel brut n'a pas augmenté de façon significative, la production agricole s'étant inscrite en recul par rapport à son niveau record de 1966, pendant que la production industrielle est demeurée stationnaire. La pause constatée dans l'expansion de l'industrie a été l'aboutissement d'une action délibérée, en particulier de l'introduction, pendant la deuxième moitié de 1966, de restrictions de crédit plutôt sévères, visant à assurer l'observation de la discipline des salaires grâce à l'affaiblissement de la position de liquidité des entreprises. Cette politique a été d'abord renforcée au début de 1967, puis assouplie lorsque les pressions se sont atténuées en 1967 et de nouveaux encouragements ont été accordés au printemps de 1968. En raison de l'existence d'un volant de ressources non utilisées dans l'économie, on s'attend que la production industrielle augmentera de 3 à 4% en 1968.

L'accroissement excessif des revenus distribués en monnaie, l'introduction de nouvelles mesures de libération des importations, et la lenteur avec laquelle les débouchés de la Yougoslavie se sont élargis en Europe occidentale ont été à l'origine de l'accroissement à \$450 millions l'an dernier du déficit de ses échanges visibles. Toutefois, en raison de l'amélioration des recettes tirées des échanges invisibles, la situation de la balance des paiements courants a accusé, par rapport à 1966, une aggravation de \$12 millions seulement, pour faire apparaître un déficit de \$60 millions. Comme ce dernier a été couvert, et au-delà, par un afflux net de capitaux, les réserves monétaires se sont accrues de \$19 millions.

Canada.

Malgré un certain assouplissement de la politique monétaire au cours de l'été 1966, le fléchissement persistant de l'activité dans la construction de logements

et la diminution du rythme de constitution des stocks avaient provoqué un recul de la production pendant le premier trimestre de 1967. A partir du printemps, la recrudescence des dépenses dans ces deux domaines a exercé une nouvelle impulsion à la hausse sur le niveau de production. Toutefois, comme à cette époque le volume des investissements dans l'industrie et le commerce avait commencé de diminuer, le mouvement global de croissance a été très sensiblement ralenti.

La reprise, qui a débuté bien avant celle des Etats-Unis, a été appuyée par le développement accéléré des exportations, et aussi par un assouplissement en temps opportun de certaines mesures restrictives de caractère monétaire et fiscal. Au début d'avril, la Banque du Canada a réduit en deux temps le taux du rées-compte de $5\frac{1}{4}$ à $4\frac{1}{2}\%$ tout en fournissant aux banques des moyens liquides en abondance. D'autre part, devant le manque de dynamisme des investissements dans l'industrie, le gouvernement a levé une série de restrictions introduites dans le budget 1966-67 (taxe de 5% remboursable sur les bénéfices des sociétés, réduction des provisions d'amortissement, taxe spéciale sur les achats de machines nouvelles et d'équipement). Enfin, le volume des opérations de prêts hypothécaires des collectivités locales a été temporairement accru et le projet de budget présenté en juin a revêtu un caractère modérément expansionniste.

En raison de la diminution du rythme des investissements, l'accroissement de la production a été insuffisant pour absorber des effectifs de main-d'œuvre en augmentation rapide. Aussi, le taux de chômage a-t-il progressé de $3\frac{1}{2}$ à $4\frac{1}{2}\%$ pendant l'année. D'un autre côté, comme les négociations de salaires ont abouti, en règle générale, à des relèvements de 8 à 9%, les gains ont progressé d'un pourcentage bien supérieur à celui de l'augmentation de la productivité. Par rapport aux trois années précédentes, les charges salariales par unité produite ont augmenté de 10%; la hausse des prix à la consommation, autres que ceux des denrées alimentaires, a été plus accélérée qu'en 1966.

Pour contenir ces pressions sur les coûts et les prix, de nouvelles mesures ont été introduites en automne. A compter de la fin du mois de septembre, la politique monétaire a revêtu un caractère plus restrictif, exerçant un effet de contraction sur le volume des avoirs liquides des banques. A deux reprises, avant et après la dévaluation de la livre, la Banque du Canada a relevé le taux du rées-compte pour le porter de $4\frac{1}{2}$ à 6%. Le gouvernement a présenté, fin novembre, un budget d'automne prévoyant des compressions de dépenses et une augmentation des recettes, afin de ramener ses besoins de trésorerie de \$1.500 millions pendant l'exercice 1967-68 à la moitié de ce chiffre au cours de l'exercice commençant au mois de juillet suivant. Ce programme a été en partie rejeté par le Parlement au début de 1968. Aussi, le gouvernement a-t-il dû faire d'autres propositions

comprenant notamment l'application d'une surtaxe temporaire de 3% à l'impôt sur le revenu des particuliers et les bénéfices des sociétés, et une accélération du recouvrement des impôts sur les sociétés.

Les dépôts en dollars canadiens dans les banques à charte et la circulation de billets se sont accrus de 14% en 1967, contre 6,7% pendant l'année précédente. Cette accélération s'explique, dans une large mesure, par l'entrée en vigueur, au mois de mai, des dispositions de la nouvelle loi bancaire qui ont élargi les possibilités offertes aux banques de concurrencer d'autres organismes pour la collecte de fonds. Le plafond de taux pour les avances a été relevé de 6 à 7 1/4% jusqu'à la fin de 1967 et supprimé au début de 1968. Les banques ont été autorisées à octroyer des prêts hypothécaires et à émettre des «debentures» dont le produit ne donne pas lieu à la constitution de réserves obligatoires. En raison de la plus grande abondance de leurs ressources, les banques ont activement développé leurs opérations de prêt, notamment sous forme de concours à moyen et à long terme à l'industrie et au commerce; elles ont, par ailleurs, sensiblement accru leur portefeuille de valeurs du Trésor.

Dès le printemps 1967, le marché des capitaux a été soumis à des tensions qui sont allées en s'intensifiant. Les événements survenus aux Etats-Unis n'ont certes pas été étrangers à ce phénomène, mais l'étendue des émissions offertes par le gouvernement central pour combler le déficit croissant du budget a joué, de son côté, un rôle appréciable. Les émissions nouvelles de valeurs libellées en dollars canadiens ont atteint, l'an dernier, un montant supérieur de 20% à celles de 1966. Du printemps à la fin de 1967, le taux de rendement moyen des obligations du Trésor à long terme est monté à plus de 6 1/2%, soit une progression d'un point.

L'annonce, en janvier 1968, du programme de redressement des comptes extérieurs des Etats-Unis a provoqué d'importantes sorties de capitaux du Canada, et accentué les tensions sur les marchés financiers. Le 22 janvier, le taux officiel du réescompte a été relevé de 6 à 7%. Pour limiter indirectement les sorties de capitaux à court terme, les banques à charte ont été invitées, par la suite, à ne pas conclure ou à ne pas renouveler de transactions de swap ayant pour but de mettre des dépôts en monnaies étrangères à la disposition de leur clientèle. Le 7 mars, les Etats-Unis ont fait bénéficier le Canada d'une exemption totale de l'application des mesures prises en janvier pour redresser leur balance des paiements. Au milieu de mars, à la suite du relèvement du taux de réescompte aux Etats-Unis, la Banque du Canada a porté son taux officiel à 7 1/2%. Peu de temps après, le rendement des obligations du Trésor à long terme a dépassé 6,9%.

Japon

La vive recrudescence de l'activité, à partir du milieu de 1965, a pris de l'accélération en 1966, et le mouvement s'est poursuivi pendant la totalité de l'an dernier. Au cours de la première moitié de 1967, les exportations se sont inscrites en recul, mais ce mouvement a été compensé par une plus grande rapidité du rythme d'accroissement de la demande intérieure, sous l'impulsion des investissements. Au cours de cette période, les pressions sur le marché du travail se sont intensifiées et les gains ont continué de progresser à un rythme accéléré. Tout en ayant présenté un caractère moins expansionniste que le précédent, le budget pour l'exercice ayant commencé en avril 1967, avait continué de mettre nettement l'accent sur l'accroissement des dépenses. Aucune nouvelle mesure de caractère monétaire n'a été prise jusqu'en été; néanmoins, les absorptions de moyens liquides provoquées par les déficits de paiements ont exercé un certain effet de freinage.

A partir de la fin juillet, la politique budgétaire et la politique monétaire ont revêtu progressivement un caractère plus restrictif. Les programmes d'émission de valeurs du gouvernement, ou garanties par le gouvernement, ont subi une réduction de 10%, en raison du rendement de plus en plus satisfaisant des recettes fiscales. Les plafonds de crédit à la banque centrale ont été abaissés pour les établissements exerçant leur activité sur des places importantes du pays. Le 1er septembre, le taux officiel de l'escompte a été relevé de 5,475 à 5,84%, et le plafonnement de l'expansion des encours des banques, qui avait été abandonné vers le milieu de 1965, a été rétabli. Pour le troisième trimestre, l'expansion des encours des établissements exerçant leur activité sur des places importantes a été fixée à 95% au maximum de l'accroissement survenu le trimestre correspondant de 1966, et ce pourcentage a été abaissé, pendant les trois derniers mois, à 85% de la progression notée pendant la période correspondante de 1966. Au début de septembre, le gouvernement a reporté à plus tard l'engagement de Y 310 milliards de dépenses publiques, représentant 7% du total de celles inscrites au budget.

A la suite de ces mesures, le rythme d'expansion de la masse monétaire s'est sensiblement ralenti pendant les derniers mois de 1967. Pour l'ensemble de l'année, en revanche, le volume des engagements de caractère monétaire et quasi monétaire du système bancaire s'est accru de 15,5%, soit un peu moins que les 16,3% de 1966. Ces pourcentages sont presque identiques à ceux des fluctuations du volume des prêts au secteur privé. Les prêts du système bancaire au secteur public, tout en étant proportionnellement peu élevés, se sont de nouveau très sensiblement accrus en pourcentage, et le volume net des avoirs des banques à l'étranger a diminué.

L'accélération du mouvement de hausse des prix à la consommation et l'aggravation du déficit de paiements, à la fin de 1967 et au début de 1968, ont été encore compliquées par la dévaluation de la livre et la mise en route du nouveau programme de redressement de la balance des paiements des Etats-Unis. En décembre, pour faire face à cette situation, la Banque du Japon a, pour le premier trimestre de 1968, limité l'expansion des encours des banques à 71 % de l'augmentation notée pendant la période correspondante de 1967. Au début de janvier, elle a, par ailleurs, porté le taux du réescompte à 6,205 %. Le projet de budget pour l'exercice 1968-69, présenté à la même époque, prévoit que les dépenses publiques progresseront d'un pourcentage légèrement inférieur à celui de l'augmentation du produit national brut. Les dépenses générales augmenteront de 11,8 %, contre 16,2 % pendant l'exercice précédent. D'autre part, le programme d'investissements et de prêts du gouvernement comporte des augmentations de 7,3 % seulement, contre 18,2 % pour le précédent. Le plafond des émissions d'obligations par le gouvernement a été abaissé d'un montant correspondant.

Le resserrement du marché monétaire, au début du printemps 1968, s'est reflété dans les niveaux des taux pratiqués. Le rendement des obligations du gouvernement (Télégraphes et Téléphones) se tenait autour de 8,7 %, soit une augmentation d'un point un quart environ par rapport au mois correspondant de 1967. En douze mois, le taux de l'argent au jour le jour avait progressé de quelque 1,8 point pour s'établir à presque 7,7 %.

III. ÉCHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX.

L'expansion du commerce mondial s'est ralentie en 1967. Sur la base des prix courants, les exportations totales ont augmenté de 5 %, contre 10 % l'année précédente et 10 % également en moyenne pendant la période 1963-66. Ce fléchissement du taux d'accroissement reflète le manque d'entrain de l'activité économique dans certaines zones industrielles de première importance. La plus forte décélération a été notée dans le groupe des pays en voie de développement, dont les ventes à l'étranger ont progressé de 1,5 % environ seulement, contre une augmentation de 7,5 % par an en moyenne pendant les quatre années précédentes. Le taux de progression des exportations totales a également baissé de façon sensible au cours de l'année 1967: alors qu'au premier trimestre, un progrès de 7,5 % par rapport à la même période de 1966 a été enregistré, le pourcentage correspondant pour le dernier trimestre a été de 2,5 %.

Commerce international.

Zones	Exportations			Importations			Variations du volume	
	1965	1966	1967	1965	1966	1967	des exportations	des importations
	en milliards de dollars E.U.						en pourcentage	
Zones développées								
Europe occidentale								
C.E.E.	47,9	52,7	56,2	49,2	53,7	54,9	+ 6,5	+ 3,0
A.E.L.E.	26,6	28,5	29,1	32,2	33,9	35,8	—	+ 5,0
Autres pays	5,1	5,7	6,1	8,8	10,0	10,0	+ 9,0	—
Total pour l'Europe occidentale	79,6	86,9	91,4	90,2	97,6	100,7	+ 5,0	+ 3,0
Etats-Unis	27,5	30,4	31,6	23,2	27,7	29,1	+ 3,5	+ 5,0
Canada	8,5	10,0	11,0	8,7	10,2	11,0	+ 7,5	+ 7,0
Japon	8,5	9,8	10,5	8,2	9,5	11,7	+ 5,0	+ 26,0
Autres zones ¹	5,5	5,9	6,5	7,5	7,3	7,8	+ 13,5	+ 6,0
Total pour les zones développées	129,6	143,0	151,0	137,8	152,3	160,3	+ 5,5	+ 7,0
Zones en voie de développement								
Amérique latine	10,4	11,0	11,0	8,8	9,7	10,0	+ 3,5	+ 3,0
Autres zones	25,4	27,4	28,2	28,5	30,5	31,1	+ 1,0	+ 2,0
Total pour les zones en voie de développement	35,8	38,4	39,2	37,3	40,2	41,1	+ 1,5	+ 2,0
Total général²	165,4	181,4	190,2	175,1	192,5	201,4	+ 5,5	+ 6,0

¹ Afrique du Sud, Australie et Nouvelle-Zélande. ² Représente en gros 90 % du total des échanges mondiaux, le commerce extérieur des pays dont l'économie fonctionne sous le régime de la planification centralisée n'étant inclus que dans la mesure où ce commerce est enregistré dans les importations et les exportations de leurs partenaires commerciaux de l'Ouest.

La diminution du taux de progression a été moins sensible pour le tonnage des exportations totales (de 7,5 % en 1966 à 5,5 % en 1967) que pour leur valeur, parce que les prix des produits exportés, après avoir augmenté de 2 % en 1966, ont fléchi de 1 % l'an dernier. Si les prix des produits manufacturés ont fait preuve de stabilité dans l'ensemble, les cours des matières premières ont enregistré une baisse de 3 %, due principalement à une chute des cours des produits agricoles autres que les denrées alimentaires, notamment ceux en provenance des pays développés. Les cours sont tombés de 15 % pour la laine et de 8 % pour les corps gras. Les cours des produits alimentaires sont restés stables dans les régions développées et les pays en voie de développement. Si l'on considère la tendance générale de l'année, les prix des matières premières n'ont pas varié dans les régions en voie de développement, alors qu'ils ont fléchi en permanence dans les zones développées, en raison de la baisse des prix des produits agricoles non destinés à l'alimentation. Pour le dernier trimestre de 1967, ils se tenaient à 6 % au-dessous du niveau de la période correspondante de 1966. Ce mouvement s'est renversé au printemps 1968.

Alors qu'en 1966, les exportations en provenance d'Amérique du Nord et du Japon avaient progressé, en valeur, plus rapidement que celles de l'Europe occidentale, l'an dernier, en revanche, l'écart entre les taux d'accroissement dans ces deux zones a été en grande partie comblé. La progression la plus marquée a été enregistrée au Canada (+10%), en raison principalement des ventes records de voitures de tourisme à destination des Etats-Unis. Les pays de la C.E.E. et le Japon occupent la deuxième place avec des accroissements de près de 7 % dans chaque cas. Les exportations des Etats-Unis et des pays de l'A.E.L.E. se sont accrues de 4 et de 2 % respectivement. Les importations de la plupart des régions industrialisées ont moins progressé en 1967 qu'en 1966. Ce ralentissement a été le plus accentué aux Etats-Unis, où le rythme d'expansion est tombé de 20 à 5 %, en raison principalement du mouvement de récession au premier semestre. Au Japon, au contraire, un vigoureux mouvement d'expansion a fait faire aux importations un bond de 23 %, contre 16 % en 1966.

Les exportations du groupe comprenant l'Afrique du Sud, l'Australie et la Nouvelle-Zélande ont enregistré une avance de 12 % l'an dernier. Si celles de la Nouvelle-Zélande ont fléchi de 7,5 %, à cause d'une forte baisse du tonnage des ventes de laine et des cours de ce produit, les exportations australiennes ont progressé de 10 %, étant donné que le volume des ventes de blé a à peu près doublé. Les ventes à l'étranger de l'Afrique du Sud, plus diversifiées que celles des deux autres pays, ont enregistré une expansion de près de 15 %.

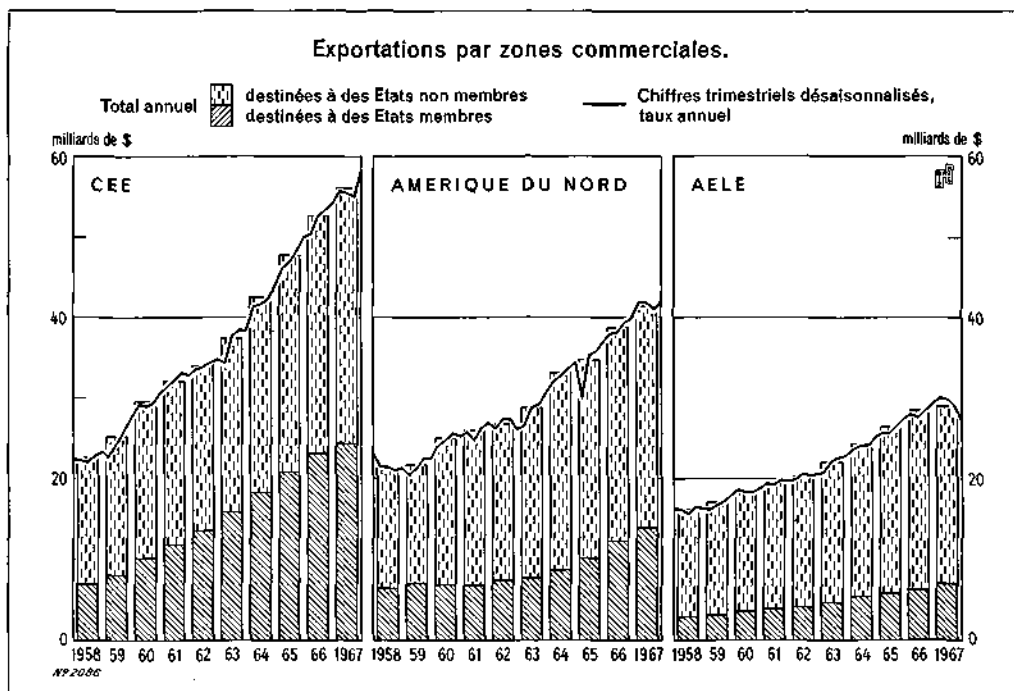
Les échanges entre pays de la C.E.E., en progrès de 11,5 % en 1966, se sont développés de 5,5 % seulement l'an dernier, en raison principalement de la récession

en Allemagne fédérale. (Les importations de ce pays en provenance de ses partenaires ont légèrement reculé, et ses importations totales ont fléchi de 3,5 %.) Les ventes de la C.E.E. aux pays tiers ont augmenté de 8 %, c'est-à-dire pratiquement autant que l'année précédente. Les exportations totales de l'Allemagne fédérale, de l'Italie et des Pays-Bas se sont accrues de 8 % environ et celles de l'U.E.B.L. et de la France de 3 et 4 % respectivement. Le recul de 7 à 2 % du taux d'expansion des exportations des pays de l'A.E.L.E. reflète une diminution de 2 % de la valeur, exprimée en dollars, des ventes du Royaume-Uni, bien que leur valeur exprimée en sterling n'ait subi aucun changement. Les exportations des six autres pays ont augmenté d'environ 7 %, la progression la plus faible étant celle du Danemark.

Bien que les échanges de la zone O.C.D.E. avec les économies planifiées à l'échelon central soient toujours faibles en valeur absolue (en 1967, ses exportations à destination de ces économies ont représenté la contre-valeur de \$6,2 milliards, c'est-à-dire moins de 4,5 % de ses exportations totales), ils se sont rapidement développés ces dernières années. En 1966, l'expansion a été de 23 %, en raison de livraisons par le Canada d'importants tonnages de céréales à l'U.R.S.S. et à la Chine. L'an dernier, ces livraisons ont été réduites de moitié environ, mais les pays de la C.E.E. ont développé leurs ventes de 26 % et la progression de leurs exportations à destination de l'U.R.S.S. a même atteint 66 %. Au total, les livraisons des pays de l'O.C.D.E. à destination des économies planifiées à l'échelon central ont été en progrès de 7 % en 1967. Les échanges de ces économies elles-mêmes, qui ne sont pas compris dans le tableau précédent, se sont accrues, selon les estimations, d'environ 8 % l'an dernier, donc à un rythme un peu plus rapide qu'en 1966, année où les prix d'un certain nombre de produits faisant l'objet de tels échanges ont été abaissés.

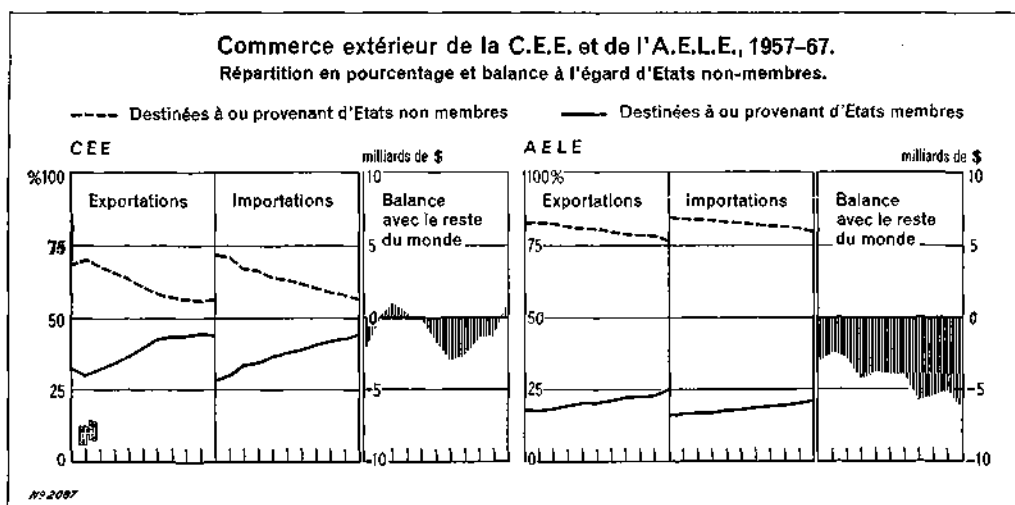
Le mouvement des exportations des pays en voie de développement a permis de relever deux tendances divergentes: un accroissement de quelque 10 % des ventes des producteurs de pétrole et un fléchissement de 2 % des exportations de tous les autres pays. L'augmentation des achats à l'étranger des pays du second groupe ayant également été de 2 %, leurs excédents d'importations, qui avaient atteint \$7 milliards en 1966, ont probablement dépassé \$8 milliards l'an dernier.

Les graphiques ci-après permettent de dégager une vue à plus long terme de l'évolution des échanges par régions. En 1958, les exportations de la C.E.E. et de l'Amérique du Nord atteignaient approximativement la même valeur (\$22 milliards pour chaque zone). En 1967, elles se sont élevées à \$56 milliards et \$42 milliards respectivement. A la fin de la décennie, les exportations de la C.E.E.



étaient deux fois et demie supérieures à celles de 1958, et les ventes à l'étranger de l'Amérique du Nord n'avaient pas tout à fait doublé. Les exportations des pays de l'A.E.L.E. ont progressé de quatre cinquièmes environ (de \$16 milliards à \$29 milliards). De 1958 à 1967, la part de la C.E.E. dans les exportations totales de ces trois zones est passée de 38 à 44%; celle de l'Amérique du Nord a été ramenée de 35 à 33% et celle de l'A.E.L.E. a fléchi de 27 à 23%. La courbe de tendance, tracée à partir de données trimestrielles corrigées des fluctuations saisonnières et ramenées à des cadences annuelles, s'est plus nettement redressée dans les trois zones à partir de 1963. En 1967, au contraire, elle s'est infléchie vers la baisse dans les pays de l'A.E.L.E.

En 1957, année précédant celle de l'entrée en vigueur du Traité de Rome, le volume des échanges entre les Six (\$7 milliards) dépassait déjà très sensiblement celui du commerce entre pays de l'A.E.L.E. (\$3 milliards). A l'intérieur de la C.E.E., il représentait un tiers approximativement des exportations totales de ce groupe, contre moins d'un cinquième pour l'A.E.L.E. Dix ans après, l'expansion du commerce à l'intérieur d'une même zone ayant été plus accentuée pour la C.E.E. que pour l'A.E.L.E., la valeur des échanges se montait à \$25 milliards et \$7 milliards respectivement. En 1967, le commerce intracommunautaire représentait 45% des exportations de la C.E.E., et les échanges entre pays membres de l'A.E.L.E. 25% des exportations totales de cette zone. Les importations de la C.E.E., en



provenance de pays non-membres, sont passées de \$18 milliards à \$31 milliards pendant les dix années étudiées, mais leur part dans les importations totales des Six a fléchi de 70 à 55%. Pour se rendre compte que les pays de l'A.E.L.E. continuent de dépendre, dans une plus large mesure, du reste du monde, il suffit de considérer que leurs importations en provenance de pays non-membres sont passées de \$17 milliards à \$28 milliards pendant la décennie étudiée (soit une progression comparable à celle de la C.E.E.); en revanche, la part des pays non-membres dans les importations totales des pays de l'A.E.L.E. a diminué de 85 à 80% seulement.

De 1957 à 1967, l'évolution de la balance commerciale de la C.E.E. avec le reste du monde est passée par trois phases distinctes: amélioration vers la fin de la période 1950-60, caractérisée par un fléchissement des importations, détérioration jusqu'en 1963, à la suite de l'accélération des achats et d'un ralentissement des ventes à l'étranger, redressement soutenu ensuite. En 1967, la balance commerciale de la C.E.E. est redevenue excédentaire. Les pays de l'A.E.L.E., en revanche, accusent, avec le reste du monde, un déficit commercial de caractère structural qui a eu tendance à s'accroître.

Après avoir enregistré un déficit de \$550 millions en 1966, la balance des paiements courants de l'ensemble des pays de l'Europe occidentale s'est soldée par un excédent de \$1,2 milliard l'an dernier. D'une année à l'autre, l'excédent de la C.E.E. a progressé de \$1,4 milliard à \$3,9 milliards, et le déficit de l'A.E.L.E. est passé de \$700 millions à \$1,7 milliard.

L'augmentation de l'excédent de la balance courante de la C.E.E. a été due principalement à un accroissement de \$2,3 milliards du solde positif de la balance commerciale de l'Allemagne fédérale. D'autre part, le déficit des échanges

Pays d'Europe occidentale: Balances des paiements.

Pays	Années	Balance commerciale (f.o.b.)	Services ¹	Balance des paiements courants	Mouvements nets de capitaux (entrées-) ²		Balance globale ³
					Long terme	Court terme	
en millions de dollars E.U.							
Allemagne fédérale . . .	1966	+ 2.885	- 2.780	+ 105	- 195 ⁴	+ 540	+ 450
	1967	+ 5.195	- 2.780	+ 2.415	- 900	- 615	+ 900
France	1966	- 30	+ 70	+ 40	+ 10 ⁴	+ 290 ⁵	+ 340
	1967	+ 155	- 200	- 45	+ 75	- 65 ⁵	- 35
Italie	1966	- 995 ⁶	+ 2.400	+ 1.405	- 825 ⁴	- 20	+ 560
	1967	- 1.120 ⁶	+ 2.405	+ 1.285	- 925	+ 15	+ 375
Pays-Bas	1966	- 605	+ 520	- 85	+ 50	- 5	- 40
	1967	- 485	+ 555	+ 70	- 165	+ 155	+ 60
Union Belgo-Luxembourgeoise . . .	1966	- 360	+ 265	- 95	- 75	+ 60	- 110
	1967	- 125	+ 340	+ 215	- 40		+ 175
Total pour les pays de la C.E.E.	1966	+ 895	+ 475	+ 1.370	- 1.035	+ 865	+ 1.200
	1967	+ 3.620	+ 320	+ 3.940	- 2.465		+ 1.475
Autriche	1966	- 670 ⁶	+ 480	- 190	+ 35	+ 90	- 65
	1967	- 545 ⁶	+ 435	- 110	+ 265	+ 50	+ 205
Danemark	1966	- 265	+ 205	- 60	+ 90		+ 30
	1967	- 300	+ 140	- 160	+ 95		- 65
Norvège	1966	- 650 ⁶	+ 690	- 160	+ 125	+ 40	+ 5
	1967	- 1.020 ⁶	+ 830	- 190	+ 345	+ 10	+ 165
Portugal	1966	- 340	+ 300	- 40	+ 115	+ 40 ⁷	+ 115
	1967	- 315	+ 365	+ 50	+ 120	+ 5 ⁷	+ 175
Royaume-Uni	1966	- 410	+ 325	- 85	- 285	- 40	- 410
	1967	- 1.715	+ 375	- 1.340	- 75	+ 550	- 865
Suède	1966	- 315 ⁶	+ 50	- 265	+ 360		+ 95
	1967	- 175 ⁶	- 5	- 180	+ 155		- 25
Suisse	1966	- 650 ⁶	+ 770	+ 120	- 135		- 15 ⁸
	1967	- 595 ⁶	+ 815	+ 220	- 105		+ 115
Total pour les pays de l'A.E.L.E.	1966	- 3.500	+ 2.820	- 680	+ 435		- 245
	1967	- 4.665	+ 2.955	- 1.710	+ 1.415		- 295
Espagne	1966	- 2.000	+ 1.420	- 580	+ 360	+ 15	- 205
	1967	- 1.900	+ 1.320	- 580	+ 460	- 35	- 155
Finlande	1966	- 240 ⁶	+ 30	- 210	+ 50	+ 15	- 145
	1967	- 180 ⁶	+ 15	- 165	+ 95	- 10	- 80
Grèce	1966	- 725 ⁶	+ 490	- 235	+ 220	+ 40	+ 25
	1967	- 675 ⁶	+ 485	- 190	+ 170	+ 35	+ 15
Irlande	1966	- 360 ⁶	+ 315	- 45	+ 120		+ 75
	1967	- 295 ⁶	+ 325	+ 30	- 10		+ 20
Islande	1966	- 5	- 5	- 10	+ 15	- 5	-
	1967	- 50	-	- 50	+ 20		- 30
Turquie	1966	- 230 ⁶	+ 70	- 160	+ 125		- 35
	1967	- 170 ⁶	+ 70	- 100	+ 115		+ 15
Total	1966	- 3.560	+ 2.320	- 1.240	+ 955		- 285
	1967	- 3.270	+ 2.215	- 1.055	+ 840		- 215
Total général	1966	- 6.165	+ 5.615	- 550	+ 1.220		+ 670
	1967	- 4.315	+ 5.490	+ 1.175	- 210		+ 965

¹ Y compris les transferts sans contrepartie. ² Différence entre les balances courantes et les balances globales. Comprend le poste «Erreurs et omissions». ³ Egal aux changements des avoirs officiels nets et de la position nette des banques commerciales envers l'étranger. ⁴ Y compris les remboursements anticipés de la dette publique extérieure. ⁵ Y compris les règlements et ajustements de caractère multilatéral. ⁶ Importations c.a.f. ⁷ Y compris la balance des territoires portugais d'outre-mer vis-à-vis des pays situés hors de la zone escudo. ⁸ Avoirs officiels seulement en chiffres nets.

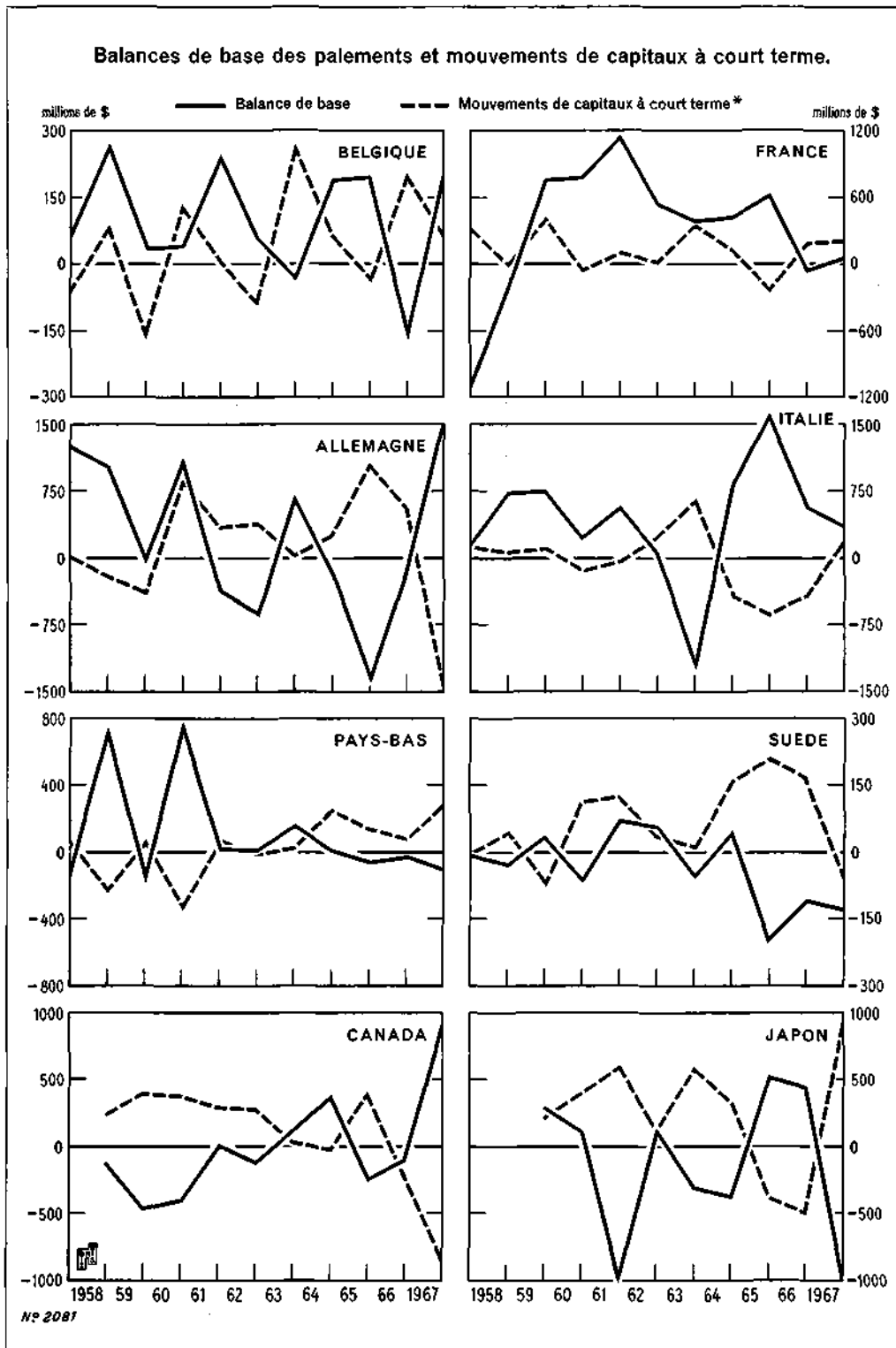
Note. Lors de la conversion en dollars des données fournies en monnaie nationale par le Danemark, le Royaume-Uni, la Finlande, l'Islande, l'Irlande, et l'Espagne, des ajustements ont été opérés afin de tenir compte des effets estimés des changements de parité.

extérieurs de marchandises des cinq autres membres a été réduit de \$400 millions au total. En revanche, les recettes nettes des services de la C.E.E. ont fléchi de \$200 millions. Dans l'U.E.B.L. et aux Pays-Bas, les déficits de paiements courants ont fait place à des excédents, en raison principalement d'une réduction du solde négatif de la balance commerciale. La situation de la balance des paiements courants de la France et de l'Italie s'est aggravée par rapport à 1966. En France, une détérioration s'est produite dans le poste des services; en Italie, le déficit de la balance commerciale s'est élargi. Au cours du premier trimestre de 1968, l'excédent de paiements courants des pays de la C.E.E. a été compensé, presque en totalité, par des sorties de capitaux à long terme, mais, en raison de l'étendue très considérable des transactions non identifiées, leur balance globale a fait apparaître un surplus de quelque \$500 millions.

L'augmentation de \$1 milliard du déficit des pays de l'A.E.L.E., en 1967, se décompose en une détérioration de \$1,3 milliard de la balance commerciale du Royaume-Uni (au sujet de laquelle on trouvera des détails au Chapitre I). Cette détérioration a été, en partie, compensée par une réduction de \$140 millions du déficit du commerce extérieur des six autres pays et par un accroissement de \$135 millions des recettes nettes invisibles de la zone tout entière. Le déficit des paiements courants a augmenté l'an dernier au Danemark et en Norvège. Dans le cas du Danemark, la progression a été due principalement à un fléchissement des recettes des services et, en Norvège, à l'accélération du rythme d'accroissement des importations. Les quatre autres pays ont obtenu de meilleurs résultats qu'en 1966. En Autriche et en Suède, le déficit de la balance commerciale a été réduit et ce fléchissement a compensé, et au-delà, une diminution des recettes des services. La balance des paiements courants du Portugal, déficitaire en 1966, est devenue excédentaire l'an dernier, en raison, principalement, de l'augmentation des recettes provenant des envois de fonds des travailleurs émigrés. En Suisse, l'accroissement de l'excédent des paiements courants a été dû, à concurrence de la moitié environ, à un redressement de la balance commerciale et, pour le solde, à une augmentation des recettes invisibles.

Le déficit de la balance des paiements courants de l'ensemble des six pays ne faisant partie ni de la C.E.E., ni de l'A.E.L.E. a été réduit de \$200 millions. Tous les membres de ce groupe, Islande exceptée, ont enregistré un redressement de situation de la balance commerciale.

Dans les trois groupes de pays étudiés, les mouvements de capitaux ont exercé un effet compensateur l'an dernier. Les sorties nettes de fonds de la C.E.E., représentant en majeure partie des exportations de capitaux à long terme d'Allemagne fédérale et d'Italie, ont atteint \$2,5 milliards. Les pays de l'A.E.L.E. ont



*Y compris les postes « Erreurs et omissions » et les positions extérieures nettes des banques.

enregistré des entrées nettes de \$1,4 milliard; la Grande-Bretagne, la Norvège et l'Autriche ont été les principaux pays destinataires. L'afflux net de capitaux vers les six autres pays a été de \$800 millions, dont la moitié approximativement à destination de l'Espagne. Au total, l'Europe occidentale a enregistré des sorties nettes de capitaux de \$210 millions l'an dernier, contre des entrées de \$1.220 millions en 1966.

L'évolution des mouvements de capitaux, pendant la dernière décennie, ressort avec plus de détails du graphique ci-contre, qui porte sur un groupe de huit pays. Le graphique retrace, d'une part, les mouvements des balances des paiements courants et des capitaux à long terme (balances de base) et, d'autre part, les mouvements des capitaux à court terme (y compris le poste « Erreurs et omissions » et les fluctuations des positions nettes des banques commerciales envers l'étranger). Pendant la majeure partie de la période étudiée, les mouvements de capitaux à court terme ont eu tendance, dans la plupart des huit pays, à compenser le solde de la balance de base, en partie en réponse à des forces du marché, en partie à la suite des mesures prises par les banques centrales. Toutefois, pendant les premières années de la période, les mouvements de capitaux à court terme en Belgique, en Allemagne fédérale et en Italie ont été à peu près parallèles aux fluctuations de la balance de base. Ce parallélisme s'explique par l'entrée en jeu, à cette époque, de facteurs particuliers dans chaque pays. C'est ainsi qu'en 1960, l'Allemagne fédérale a enregistré, en même temps, un très important excédent de la balance de base et, en raison du niveau relativement élevé des taux d'intérêt dans le pays, un afflux considérable de capitaux à court terme, qui a pris essentiellement la direction des banques. Pendant la période considérée, l'étendue des flux nets de capitaux à court terme s'est accrue par rapport aux montants, en valeur absolue, des balances de base et, ces dernières années, les flux ont contribué à exercer un effet de stabilisation plus étendu que dans le passé. Aussi ont-ils aidé à limiter l'ampleur des fluctuations des réserves monétaires officielles.

France. Au cours des trois dernières années, la position de la balance générale des paiements de la France s'est renversée, l'excédent de \$960 millions ayant fait place à un léger déficit. Les modifications notées en 1966, par rapport à 1965, étaient dues en grande partie à une aggravation de la balance commerciale et à une contraction des entrées nettes de capitaux à long terme. Quant au revirement observé en 1967 par rapport à 1966 (un déficit de \$35 millions contre un excédent de \$340 millions), il s'explique principalement par la réapparition d'un solde négatif dans la rubrique des services et par des sorties nettes de capitaux à court terme (contre des entrées nettes l'année précédente). En revanche, la balance commerciale, légèrement déficitaire en 1966, a fait apparaître un excédent de \$155 millions l'an dernier.

Le ralentissement du mouvement d'expansion en France et à l'étranger s'est traduit par un fléchissement des importations et des exportations. D'après les statistiques douanières, la cadence d'accroissement des achats à des pays situés en dehors de la zone franc a, en effet, fléchi de 17 à 6% d'une année à l'autre. A noter, cependant, que la valeur des importations de matières premières a baissé de 13%

France: Balance des paiements¹
(vis-à-vis des pays ne faisant pas partie de la zone franc).

Postes	1965	1966	1967				
			Année entière ²	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U.							
Commerce (f.o.b.)							
Exportations	8.265	8.985	10.135	2.355	2.495	2.595	2.650
Importations	7.935	9.015	9.980	2.375	2.500	2.440	2.600
Balance commerciale	+ 330	- 30	+ 155	- 20	- 5	+ 155	+ 50
Services							
Revenus des investissements . . .	+ 85	+ 90	+ 110	+ 30	+ 45	+ 5	+ 30
Tourisme	- 30	+ 10	- 20	+ 25	+ 75	- 130	- 25
Envois de fonds des travailleurs étrangers	- 275	- 330	- 360	- 80	- 90	- 100	- 95
Opérations gouvernementales . . .	+ 55	+ 40	- 125	-	- 55	- 30	- 50
Divers	+ 295	+ 260	+ 195	+ 15	+ 15	+ 70	+ 95
Total	+ 130	+ 70	- 200	- 10	- 10	- 185	- 45
Balance des paiements courants	+ 460	+ 40	- 45	- 30	- 15	- 30	+ 5
Mouvements de capitaux à long terme							
Privés							
Investissements français à l'étranger (chiffres nets)	- 175	- 215	- 390	- 45	- 65	- 90	- 170
Investissements étrangers en France (chiffres nets)	+ 535	+ 370	+ 510	+ 90	+ 60	+ 145	+ 160
Total des transactions privées . . .	+ 360	+ 155	+ 120	+ 45	- 5	+ 55	- 10
Officiels	- 250 ³	- 145 ⁴	- 45	- 5	-	- 10	- 25
Total	+ 110	+ 10	+ 75	+ 40	- 5	+ 45	- 35
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme	+ 570	+ 50	+ 30	+ 10	- 20	+ 15	- 30
Mouvements des capitaux à court terme, règlements multilatéraux, plus erreurs et omissions⁵	+ 390	+ 290	- 65	+ 35	+ 150	- 45	- 150
Balance totale (= variations des postes monétaires)	+ 960	+ 340	- 35	+ 45	+ 130	- 30	- 180

¹ Sur la base des règlements. ² Le total des trimestres ne concorde pas avec les chiffres annuels, le total annuel comportant des révisions dont les chiffres trimestriels n'ont pas été l'objet. ³ Y compris un remboursement anticipé, d'un montant de \$180 millions, effectué sur le prêt de la Banque Import-Export. ⁴ Y compris un remboursement anticipé, d'un montant de \$70 millions, de la dette envers les Etats-Unis. ⁵ Ce poste comprend les opérations de courtage, qui étaient enregistrées auparavant en partie sous la rubrique «Importations», ou «Exportations», mais principalement sous la rubrique «Reste de la zone franc». Cette dernière rubrique n'est plus utilisée, la balance totale, qui comprenait précédemment les territoires d'outre-mer situés dans la zone franc, étant maintenant limitée au territoire français.

et que les achats de produits manufacturés ont augmenté de 11 %. En dépit d'une progression de 12 % des ventes à l'étranger de biens d'équipement, les exportations ont augmenté de 5 % seulement contre 11 % en 1966. Le déficit des échanges commerciaux avec l'ensemble des pays n'appartenant pas à la zone franc s'est élargi de \$905 millions à \$1.080 millions et celui avec les autres pays de la C.E.E. s'est accru de \$440 millions; en revanche, l'excédent d'exportations avec les pays membres de l'A.E.L.E. et l'Europe de l'Est s'est accru de \$100 millions et \$40 millions respectivement, en raison principalement de la progression des ventes à destination du Royaume-Uni et de l'U.R.S.S. Un renversement, d'une étendue de \$100 millions, d'une position déficitaire à une position excédentaire est intervenu dans les échanges avec la zone franc, en partie à la suite d'un fléchissement accentué des achats de vins algériens. A partir du milieu de 1967, les exportations totales ont recommencé à progresser à un rythme plus rapide que les importations et, au cours du premier trimestre de 1968, la balance commerciale était beaucoup plus près de l'équilibre que douze mois auparavant.

La balance des transactions invisibles, qui n'avait cessé d'être excédentaire depuis 1959, a fait apparaître un déficit de \$200 millions l'année dernière, à la suite de la détérioration de l'ensemble des principaux postes, «Revenus des investissements» exceptés, qui composent cette rubrique. L'excédent de \$40 millions enregistré en 1966 au titre des opérations du gouvernement a fait place, l'an dernier, à un déficit de \$125 millions, en raison d'une part, du fléchissement des recettes (lié au déplacement du quartier général de l'O.T.A.N. et au départ des troupes américaines) et d'autre part, de l'accroissement des dépenses du gouvernement français à l'étranger; le poste «Tourisme» a fait apparaître un léger déficit et les décaissements nets ayant leur source dans des envois de fonds de travailleurs étrangers, malgré un ralentissement de la cadence d'accroissement, se sont élevés à \$360 millions l'an dernier.

L'afflux net de fonds provoqué par les mouvements de capitaux privés a été du même ordre de grandeur qu'en 1966; les investissements de la France à l'extérieur et les investissements pour compte étranger en France ont tous deux sensiblement progressé, les premiers passant de \$215 millions à \$390 millions de 1966 à 1967, principalement par suite d'un accroissement des achats de titres étrangers. Les transactions sur valeurs mobilières, y compris, pour la première fois, des émissions pour compte français sur des marchés internationaux, ont également joué un rôle étendu dans l'augmentation de \$370 millions à \$510 millions, d'une année à l'autre, des investissements étrangers en France. En raison de la disparition des surplus de paiements, la France n'a effectué aucun remboursement anticipé de dette extérieure l'an dernier. Aussi les sorties nettes de ressources publiques ont-elles atteint \$45 millions seulement. Du côté des mouvements de capitaux à court terme, où d'importantes entrées s'étaient produites pendant les années précédentes, on

a relevé, en 1967, des sorties nettes, en raison principalement de l'importance des achats d'or effectués par les particuliers pendant la seconde moitié de l'année.

Allemagne fédérale. En 1967, deux facteurs ont principalement marqué l'évolution de la balance des paiements en Allemagne fédérale: fléchissement de la demande d'origine interne et assouplissement de la politique monétaire qui lui a fait suite; le premier de ces facteurs a provoqué un accroissement de \$2 milliards à \$4,2 milliards (chiffre record) de l'excédent de la balance commerciale. Comme par ailleurs, le déficit des services et des transferts sans contrepartie a fléchi de \$1,9 milliard à \$1,8 milliard, l'excédent de la balance des paiements courants est passé de \$100 millions à \$2,4 milliards. En même temps, le changement de climat sur le marché monétaire intérieur a conduit à des fluctuations en sens opposé dans les mouvements de capitaux. Dans le compartiment à long terme, les sorties nettes sont passées de \$200 millions à \$900 millions; les mouvements de capitaux à court terme ont marqué un renversement, les entrées (\$400 millions) enregistrées en 1966 ayant fait place à des sorties du même ordre de grandeur l'an dernier.

En 1967, les importations, en baisse de \$600 millions, ont atteint \$17,5 milliards; ce fléchissement de 3,5 % a principalement touché les produits manufacturés, en particulier les achats à l'étranger de biens de consommation (recul de 13 %). Les importations de biens d'équipement ont diminué de 2 %, mais, comme l'industrie allemande a réduit de 7 % ses ventes au marché intérieur, la part sur ce marché des biens d'équipement importés a continué de s'accroître. Grâce aux résultats satisfaisants de la campagne agricole l'année dernière, les importations de denrées alimentaires ont baissé de près de 5 %. En revanche, on a noté une légère progression de la valeur globale des achats de matières premières et un fléchissement de 10 % des importations de matériel militaire. La baisse des importations a été surtout sensible au cours du premier semestre de 1967; l'amorce d'un mouvement de reprise d'activité en automne a donné lieu à une recrudescence des importations, de sorte qu'au quatrième trimestre de 1967, les achats à l'étranger ont dépassé de 4 % le niveau enregistré une année auparavant. Au premier trimestre de 1968, les importations se situaient à 16 % au-dessus du niveau correspondant de la même période de l'année précédente et les exportations s'inscrivaient en progrès de 12 %.

L'an dernier, les exportations se sont accrues de \$1,6 milliard pour atteindre \$21,8 milliards, soit une augmentation de 8 % contre 12,5 % en 1966. C'est surtout la cadence de l'expansion des ventes à destination des Etats-Unis qui a accusé le ralentissement le plus marqué (9,5 contre 25 %). Le taux de progression des

exportations vers les autres pays de la C.E.E. a fléchi de 16 à 9%. Les livraisons aux pays dont l'économie est planifiée à l'échelon central (6% des exportations totales de 1967) ont enregistré l'accroissement le plus important en valeur relative

Allemagne: Balance des paiements.¹

Postes	1966	1967				1968 1er trimestre	
		Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre		4ème trimestre
en millions de dollars E.U.							
Commerce							
Exportations (f.o.b.)	20.155	21.760	5.190	5.475	5.175	5.920	5.835
Importations (c.a.f.)	18.165	17.545	4.110	4.365	4.225	4.845	4.750
Balance commerciale	+ 1.990	+ 4.215	+ 1.080	+ 1.110	+ 950	+ 1.075	+ 1.085
Services							
Tourisme	- 775	- 660	- 115	- 150	- 340	- 65	.
Revenus des investissements	- 405	- 500	- 75	- 115	- 165	- 145	.
Divers	+ 860	+ 925	+ 165	+ 195	+ 290	+ 275	.
Total	- 320	- 235	- 25	- 70	- 215	+ 75	+ 75
Prestations sans contre- partie							
Envois de fonds des travailleurs étrangers	- 630	- 545	- 130	- 130	- 145	- 140	- 110
Prestations diverses	- 935	- 1.020	- 280	- 280	- 220	- 260	- 270
Total	- 1.565	- 1.565	- 390	- 410	- 365	- 400	- 380
Balance des paiements courants	+ 105	+ 2.415	+ 665	+ 630	+ 370	+ 750	+ 780
Mouvements de capitaux à long terme							
Privés							
Investissements allemands à l'étranger (chiffres nets)	- 630	- 850	- 185	- 185	- 250	- 230	- 455
Investissements étrangers en Allemagne (chiffres nets)	+ 1.055	+ 300	+ 135	+ 25	+ 120	+ 20	+ 40
Total des transactions privées	+ 425	- 550	- 60	- 160	- 130	- 210	- 415
Officiels	- 620 ²	- 350	- 45	- 90	- 70	- 145	- 45
Total	- 195	- 800	- 95	- 250	- 200	- 355	- 460
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme	- 90	+ 1.515	+ 570	+ 380	+ 170	+ 395	+ 320
Mouvements de capitaux à court terme							
Privés	+ 425	- 395	+ 145	- 70	- 115	- 355	+ 10
Officiels	- 55	+ 45	- 20	- 65	+ 95	+ 35	+ 45
Total	+ 370	- 350	+ 125	- 135	- 20	- 320	+ 55
Erreurs et omissions	+ 170	- 265	+ 225	- 215	+ 25	- 300	+ 470
Balance totale (= variations des postes monétaires)	+ 450	+ 900	+ 920	+ 30	+ 175	- 225	+ 845

¹ Sur la base des transactions. ² Y compris un remboursement anticipé de \$195 millions de dettes envers les Etats-Unis.

(36 %). Les ventes au Royaume-Uni ont progressé de 11 % et celles en direction de la plupart des autres pays de l'A.E.L.E. se sont inscrites en baisse. C'est le taux d'augmentation des exportations de véhicules automobiles qui a le plus fléchi (de 9 % en 1966 à 0,5 % en 1967). Les exportations de machines et de biens de consommation, qui s'étaient accrues de quelque 15 % en 1966, ont progressé de moins de 10 % l'an dernier.

Le déficit des services a fléchi de \$320 millions à \$235 millions de 1966 à 1967. Les répercussions du mouvement de récession sur le tourisme allemand à l'étranger se sont traduites par une réduction de \$115 millions l'an dernier, en chiffres nets, des dépenses des touristes allemands; le montant net des sorties au titre du poste « Revenus des investissements » a augmenté de près de \$100 millions par rapport à 1966; la progression de \$65 millions des recettes nettes des autres services est due principalement aux opérations de courtage et à l'accroissement des recettes ayant leur source dans le stationnement des troupes étrangères en Allemagne. Ces recettes ont été compensées par des règlements anticipés (comptabilisés comme sorties de capitaux à court terme) de commandes de matériel militaire aux Etats-Unis. Les transferts sans contrepartie sont restés au même niveau qu'en 1966 (\$1,6 milliard). Le fléchissement de plus de 200.000 du nombre de travailleurs étrangers, en 1967, a provoqué une baisse d'environ \$90 millions des envois de fonds. Par ailleurs, les transactions de gouvernement à gouvernement se sont accrues dans les mêmes proportions que l'an dernier et les versements nets au Fonds d'orientation agricole de la C.E.E. ont augmenté de près de \$50 millions par rapport à 1966.

Les entrées nettes de capitaux privés à long terme, enregistrées en 1966 (plus de \$400 millions), ont fait place à des sorties nettes de \$550 millions, en raison principalement du fléchissement d'environ \$750 millions des investissements pour compte étranger en Allemagne fédérale. Les répercussions de la détente intervenue sur le marché monétaire se sont principalement fait sentir dans le secteur du crédit, les emprunts nets de \$335 millions à l'étranger ayant fait place, l'an dernier, à des remboursements nets de \$95 millions. Les banques, en particulier, qui avaient absorbé \$100 millions de fonds en 1966, ont procédé à des remboursements de \$175 millions l'an dernier. Le mouvement de liquidation du portefeuille de valeurs allemandes des non-résidents, amorcé en 1966, s'est accéléré (\$85 millions en 1966, \$180 millions l'an dernier), le taux de rendement des valeurs à revenu fixe en Allemagne fédérale ayant fléchi bien au-dessous de ceux pouvant être obtenus sur des Euro-obligations. De \$835 millions en 1966 (dont les \$180 millions de l'opération Texaco), les investissements directs étrangers en Allemagne ont fléchi à \$610 millions. Une partie de cet afflux a représenté le réinvestissement de bénéfices et la conversion de facilités à court terme en crédits

à échéance plus éloignée. Les investissements à long terme pour compte allemand à l'étranger ont augmenté, l'an dernier, de \$630 millions à \$850 millions en chiffres nets, du fait principalement de l'existence d'un écart de taux d'intérêt favorable sur d'autres places. Les sorties nettes de ressources publiques à long terme sont cependant tombées de \$620 millions en 1966 (où elles avaient été gonflées par un remboursement anticipé de dettes de \$195 millions envers les Etats-Unis) à \$350 millions en 1967. Au total, les mouvements de capitaux à long terme se sont traduits par des sorties nettes de \$900 millions, contre presque \$200 millions l'année précédente.

Les mouvements de capitaux à court terme se sont renversés, les entrées nettes de \$370 millions enregistrées en 1966 ayant fait place à des sorties nettes d'un ordre de grandeur à peu près comparable. Après avoir absorbé des crédits en provenance de l'étranger pour \$430 millions en 1966, les entreprises allemandes ont non seulement effectué un remboursement de \$250 millions en 1967, mais accordé, en outre, \$140 millions de crédits à leurs clients étrangers. Les modifications du poste « Erreurs et omissions » (déficit de \$265 millions contre un excédent considérable une année auparavant) reflètent, en grande partie, des fluctuations du volume des crédits de fournisseurs. Mesuré d'après les mouvements monétaires, l'excédent global s'est élevé à \$900 millions, soit le double du chiffre de 1966. Au cours du premier trimestre de 1968, cet excédent a atteint \$845 millions, soit presque autant que pendant la période correspondante de 1967. L'excédent de paiements courants (\$780 millions) a été compensé, en partie, par des sorties nettes de capitaux à long terme de \$460 millions, de sorte que des entrées nettes de capitaux à court terme, et le solde positif du poste « Erreurs et omissions » (qui atteint normalement un niveau élevé pendant le premier trimestre) ont formé, dans une très large mesure, la contrepartie de l'excédent de la balance générale.

Italie. Après avoir atteint le niveau record de \$1,6 milliard en 1965, l'excédent global de paiements de l'Italie est tombé à \$560 millions en 1966 et à \$375 millions l'année dernière. Le déficit de la balance commerciale s'est accru de \$125 millions et les importantes sorties de capitaux privés, qui avaient constitué un trait si caractéristique de l'année 1966, se sont encore accélérées. Pendant les trois premiers mois de 1968, les sorties de capitaux ont atteint \$440 millions et l'excédent de paiements courants \$265 millions.

D'après les statistiques douanières, le rythme d'accroissement des importations a été plus faible en 1967 (13 %) qu'en 1966 (16 %) et celui des exportations s'est également inscrit en baisse (de 12 à 8 %). Les importations de combustibles et de biens d'équipement viennent en tête avec des taux de progression de

24 et 19% respectivement, l'augmentation du second pourcentage ayant reflété l'expansion des investissements. L'accroissement de 6% seulement des importations de biens de consommation résulte surtout du gonflement des achats de denrées alimentaires, viande en particulier, et de biens de consommation durables. Le manque d'activité des exportations à destination des autres pays de la C.E.E., lié essentiellement à une baisse de 5% des ventes à la République fédérale d'Allemagne, a été compensé en partie par la vigueur persistante de la demande en provenance de l'A.E.L.E. et de pays situés hors d'Europe, ainsi que par la progression accélérée des livraisons aux pays du bloc de l'Est et à la Yougoslavie.

Les recettes nettes des services ont cessé de s'accroître l'an dernier. Les envois de fonds des travailleurs italiens à l'étranger et les recettes du tourisme ont accusé une baisse de \$50 millions et \$75 millions respectivement, en raison de l'aggravation de la situation conjoncturelle à l'étranger et des dispositions restrictives adoptées par certains pays. Ces pertes ont été pratiquement comblées par l'augmentation des recettes des transports et la réduction des charges au titre du service des intérêts et dividendes.

Italie: Balance des paiements.¹

Postes	1966	Année entière	1967				1968 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars E.U.							
Commerce							
Importations (c.a.f.)	9.600	9.290	2.280	2.380	2.245	2.385	2.495
Exportations (f.o.b.)	7.605	8.170	1.960	2.060	2.070	2.080	2.345
Balance commerciale	- 995	- 1.120	- 320	- 320	- 175	- 305	- 140
Services							
Tourisme	+ 1.200	+ 1.125	+ 145	+ 270	+ 500	+ 210	+ 155
Envois de fonds des travailleurs . .	+ 730	+ 680	+ 140	+ 185	+ 180	+ 175	+ 145
Transports	+ 410	+ 445	+ 95	+ 110	+ 120	+ 120	+ 115
Divers	+ 60	+ 155	- 45	+ 35	+ 130	+ 35	- 10
Total	+ 2.400	+ 2.405	+ 335	+ 600	+ 930	+ 540	+ 405
Balance des paiements courants	+ 1.405	+ 1.285	+ 15	+ 280	+ 755	+ 235	+ 265
Mouvements de capitaux							
Long terme							
Privés	- 640	- 870	- 290	- 165	- 155	- 240	- 385
Officiels	- 185 ²	- 55	+ 5	- 50	- 15	+ 5	- 55
Court terme	- 20	+ 15	+ 25	- 5	-	- 5	-
Total	- 845	- 910	- 260	- 240	- 170	- 240	- 440
Balance totale (= variations des postes monétaires) . .	+ 560	+ 375	- 245	+ 40	+ 585	- 5	- 175

¹ Sur la base des règlements. ² Y compris un remboursement anticipé de \$145 millions de dettes envers les Etats-Unis.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux privés italiens, les achats de valeurs mobilières étrangères se sont développés, et ce mouvement a été dû au maintien des taux d'intérêt à long terme à un niveau relativement bas à l'intérieur du pays. Les investissements directs de l'Italie à l'étranger ont également augmenté, mais le volume des crédits accordés à des non-résidents a fléchi. L'afflux de capitaux privés de non-résidents a atteint \$215 millions, soit quelque \$45 millions de moins qu'en 1966. Les ventes de valeurs de portefeuille enregistrées en 1966 ont fait place, l'an dernier, à des achats nets, ce qui représente un revirement de \$160 millions; le compartiment des avances à long terme a fait apparaître un renversement de même amplitude, mais de sens contraire, à la suite des remboursements massifs effectués par des emprunteurs italiens. Les apports de capitaux de l'étranger destinés à financer des investissements directs ou provenant d'opérations diverses en capital ont accusé un fléchissement de \$50 millions. Le montant net des sorties de ressources publiques, qui avait été gonflé en 1966 par un remboursement anticipé de \$145 millions, est tombé de \$185 millions en 1966 à \$55 millions l'année dernière. La balance ci-dessus, dressée sur la base des règlements, ne comprend pas les crédits de fournisseurs dont la progression a été fort rapide ces dernières années, à la suite surtout du développement des ventes italiennes à l'étranger, et parce que les exportateurs italiens accordent traditionnellement à leur clientèle étrangère des délais de règlement. Au cours de chacune des deux dernières années, les sorties nettes de capitaux, formant la contrepartie de crédits de fournisseurs, ont dépassé le chiffre de \$500 millions.

Pays-Bas. Le déficit de \$40 millions de la balance globale des paiements en 1966 a fait place, l'an dernier, à un excédent de \$60 millions en raison d'une diminution du déficit de la balance commerciale et d'un accroissement des recettes des transactions invisibles.

Pour l'ensemble de l'année 1967, le rythme d'expansion des importations (sur la base des statistiques douanières) s'est ralenti, tombant de 7,5 à 4%. Les importations de matières premières ont diminué de 10% et l'expansion des achats de biens d'équipement s'est fortement réduite; en revanche, les importations de produits alimentaires ont augmenté de 10% malgré l'abondance des récoltes de blé et de betteraves à sucre. Les exportations ont poursuivi, l'an dernier, leur mouvement ascendant pour atteindre un rythme de 8%; les ventes de produits agricoles se sont inscrites en reprise (+10%), tandis que, pour les machines et les véhicules, les progrès ont été de 2% seulement. En ce qui concerne la destination des produits exportés, on a noté un accroissement de 7% des ventes aux partenaires de la C.E.E., pourcentage légèrement supérieur à celui de 1966, et une augmentation de 8% des ventes aux pays de l'A.E.L.E., alors que ces dernières avaient plafonné l'année

Pays-Bas: Balance des paiements.*

Postes	1966	1967				1968	
		Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre		4ème trimestre	1er trimestre
en millions de dollars E.U.							
Commerce (f.o.b.)							
Importations	7.050	7.355	1.755	1.845	1.800	1.955	1.950
Exportations	6.445	6.870	1.640	1.695	1.700	1.835	1.860
Balance commerciale	- 605	- 485	- 115	- 150	- 100	- 120	- 90
Services							
Revenus des investissements . . .	+ 165	+ 245	+ 45	+ 15	+ 105	+ 80	+ 25
Divers	+ 355	+ 310	+ 45	+ 80	+ 80	+ 105	+ 60
Total	+ 520	+ 555	+ 90	+ 95	+ 185	+ 185	+ 85
Balance des paiements courants	- 85	+ 70	- 25	- 55	+ 85	+ 65	- 5
Mouvements de capitaux							
Long terme							
Opérations sur valeurs mobilières							
Néerlandaises	+ 95	+ 40	+ 25	- 15	+ 35	- 5	+ 5
Etrangères	+ 55	- 45	+ 5	- 20	- 25	- 5	- 30
Ressources bancaires	-	- 65	-	- 35	- 20	- 10	- 15
Autres capitaux privés	- 75	- 75	- 45	- 5	- 30	+ 5	+ 15
Capitaux officiels	- 25	- 20	- 5	-	- 10	- 5	- 5
Total des mouvements de capitaux à long terme	+ 50	- 165	- 20	- 75	- 50	- 20	- 30
Court terme	- 6	+ 155	- 5	+ 50	+ 40	+ 70	-
Total	+ 45	- 10	- 25	- 25	- 10	+ 50	- 30
Balance totale (= variations des postes monétaires)	- 40	+ 60	- 50	- 80	+ 75	+ 115	- 35

* Sur la base des règlements.

précédente. L'amélioration des exportations vers ce dernier groupe de pays l'an dernier s'explique, dans une large mesure, par l'expansion de 16% des ventes à la Grande-Bretagne. Ces divers mouvements ont eu pour effet de ramener le déficit de la balance commerciale, en termes de règlements, de \$605 millions à \$485 millions.

Le revenu net des investissements, qui avait légèrement diminué en 1966, s'est relevé de \$80 millions l'an dernier, en partie grâce à l'augmentation des arrérages des titres étrangers émis sur le marché néerlandais, en partie grâce à l'amélioration des dividendes, notamment ceux encaissés aux Etats-Unis. Les gains provenant d'autres transactions invisibles ont poursuivi leur mouvement descendant. Ils ont fléchi en 1967 de \$45 millions, en raison d'une diminution des recettes des transports, d'une réduction des envois de fonds en provenance de l'étranger qui a

fait suite à la diminution du nombre des frontaliers néerlandais travaillant en Allemagne, enfin, à cause d'une nouvelle détérioration de la balance du tourisme.

Du point de vue de la balance des opérations courantes, dressée sur la base des règlements, le déficit de \$85 millions en 1966 a fait place à un excédent de \$70 millions. Sur la base des transactions, au contraire, l'amélioration s'est traduite par une réduction du déficit, qui a été ramené de \$200 millions à \$100 millions. Ce résultat est encore bien loin du surplus de \$200 millions environ (soit 1% du produit national brut) que les autorités se sont fixé comme objectif en vue de dégager des ressources destinées à l'aide au développement.

Les mouvements de capitaux à long terme ont provoqué en 1967 des sorties nettes de \$165 millions, compensées presque en totalité par des mouvements de capitaux à court terme. Les opérations sur valeurs mobilières, qui avaient donné naissance en 1966 à des entrées de \$150 millions, ont été à peu près équilibrées l'an dernier, en raison d'achats accrus de titres étrangers (actions de sociétés américaines principalement) par des résidents néerlandais. Alors qu'en 1966 les ventes nettes de valeurs étrangères s'étaient élevées à \$55 millions, l'année dernière a été marquée par des achats nets pour \$45 millions au total. Les achats de valeurs néerlandaises par des non-résidents sont tombés de \$95 millions à \$40 millions, en raison principalement d'une forte réduction des achats des épargnants belges et suisses. Alors qu'en 1966 aucune émission étrangère n'avait été placée sur le marché financier néerlandais, les Antilles néerlandaises ont émis un emprunt d'un montant de FL 50 millions (\$14 millions) l'an dernier. Les investissements directs néerlandais à l'étranger ont progressé de \$85 millions en chiffres nets et les emprunts nets à long terme à l'étranger d'un montant à peu près égal. Les opérations à échéance éloignée des banques, en équilibre l'année précédente, ont donné lieu en 1967 à des sorties de \$65 millions. En revanche, le compte global des mouvements de capitaux à court terme est passé d'une position d'équilibre à un afflux de \$155 millions.

Union Economique Belgo-Luxembourgeoise. La balance générale des paiements de l'U.E.B.L. est redevenue excédentaire l'an dernier, grâce à une compression du déficit de la balance commerciale, qui a été réduit de \$360 millions à \$125 millions. D'après les statistiques douanières, le développement des importations a marqué un temps d'arrêt en 1967, en raison du plafonnement de l'activité (et notamment du niveau élevé des stocks), et aussi d'une baisse des prix. Les exportations ont progressé de 3% seulement, contre 7% l'année précédente. En fait, les ventes à l'Allemagne fédérale et aux Pays-Bas ont enregistré un recul, tandis que les exportations à destination de la France et de l'Italie se sont accrues de 13 et de 26% respectivement. La progression des exportations à destination de l'Europe de l'Est s'est poursuivie à une allure rapide (+30%). Les recettes nettes provenant

Union Economique Belgo-Luxembourgeoise: Balance des paiements.

Postes	1966	1967				
		Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U.						
Commerce						
Importations	5.690	5.800	1.380	1.490	1.370	1.560
Exportations	5.330	5.675	1.370	1.465	1.340	1.500
Balance commerciale	- 360	- 125	- 10	- 25	- 30	- 60
Services						
Opérations de courtage sur marchandises et travail à façon	+ 270	+ 260	+ 70	+ 80	+ 55	+ 55
Tourisme	- 90	- 130	- 10	- 35	- 75	- 10
Transports	-	+ 35	+ 10	+ 10	+ 5	+ 10
Opérations gouvernementales	+ 5	+ 80	+ 5	+ 20	+ 25	+ 30
Divers	+ 80	+ 95	+ 20	-	+ 40	+ 35
Total	+ 265	+ 340	+ 95	+ 75	+ 50	+ 120
Balance des paiements courants	- 95	+ 215	+ 85	+ 50	+ 20	+ 60
Mouvements de capitaux						
Organismes publics	- 50	- 140	- 65	- 50	- 45	+ 20
Organismes semi-publics*	+ 35	+ 30	+ 35	- 15	+ 15	- 5
Capitaux privés						
Investissements étrangers en U.E.B.L.	+ 145	+ 295	+ 50	+ 45	+ 95	+ 105
Investissements belges et luxembourgeois à l'étranger	- 180	- 150	- 55	- 30	- 10	- 55
Divers	+ 10	+ 10	+ 5	-	-	+ 5
Total	- 40	+ 45	- 30	- 50	+ 55	+ 70
Erreurs et omissions	+ 25	- 85	- 25	+ 45	- 110	+ 5
Balance totale (= variations des postes monétaires)	- 110	+ 175	+ 30	+ 45	- 35	+ 135

* Entreprises publiques et organismes financiers du secteur public autres que les institutions monétaires.

des transactions invisibles sont passées de \$265 millions en 1966 à \$340 millions l'an dernier, en raison principalement d'un accroissement des recettes des transports et des opérations du gouvernement, qui a compensé, et au-delà, l'augmentation des dépenses des touristes belges à l'étranger.

Les mouvements de capitaux privés, qui s'étaient soldés en 1966 par des sorties d'un montant limité, ont donné naissance, l'année dernière, à des entrées nettes de \$155 millions. Ce renversement a été dû essentiellement à un accroissement de \$140 millions à \$230 millions des investissements directs étrangers dans l'U.E.B.L. Les deux tiers de ces entrées de capitaux ont eu lieu au second semestre. En revanche, les investissements privés belges à l'étranger ont fléchi de \$180 millions à \$150 millions. Le gouvernement ayant remboursé une partie de sa dette extérieure, les sorties au titre des transactions officielles en capital sont passées de \$50 millions

à \$140 millions. Au total, les sorties nettes de \$40 millions notées en 1966 au titre des mouvements de capitaux enregistrés ont fait place, l'an dernier, à des entrées nettes d'un montant à peu près égal; mais ce mouvement a été compensé par un revirement de \$110 millions du poste « Erreurs et omissions ». Au cours du premier trimestre de 1968, la balance des paiements a fait apparaître un déficit de \$70 millions, contre un excédent de \$30 millions pendant le trimestre correspondant de 1967, par suite principalement de la détérioration de la balance des paiements courants.

Autriche. A la suite d'une forte réduction du déficit de la balance commerciale et de très importants emprunts à l'étranger, le déficit de \$65 millions, enregistré en 1966 par la balance globale des paiements de l'Autriche, a fait place l'an dernier à un excédent de \$205 millions.

Sous l'effet conjugué de la pause marquée par l'économie et de récoltes abondantes, les importations ont accusé un fléchissement de 1%, après avoir progressé de 11% en 1966. Si les importations de produits alimentaires et de matières premières ont baissé de 12 et de 9% respectivement, les achats à l'étranger de produits finis de consommation et de produits chimiques ont augmenté de 12 et de 10%. Au total, les importations se sont élevées à \$2.365 millions l'an dernier. Les exportations ont atteint \$1.820 millions, ce qui correspond à un accroissement de \$125 millions, ou de 7%. Cette amélioration a été due, pour plus de moitié, aux ventes à d'autres pays de l'A.E.L.E., notamment aux exportations à destination du Royaume-Uni qui sont montées en flèche (de plus de 40%). On note aussi une nouvelle expansion des ventes aux pays de l'Europe de l'Est. Les livraisons aux pays de la C.E.E. ont, en revanche, fléchi de 2% en raison de la contraction des exportations à destination de l'Allemagne fédérale et de la Belgique. Ces divers mouvements ont eu pour effet de ramener le déficit de la balance commerciale de \$670 millions à \$545 millions.

Les recettes nettes provenant des transactions invisibles sont tombées de \$480 millions à \$435 millions; la cause principale de cette détérioration a été un fléchissement de \$30 millions du solde créditeur du tourisme, dû davantage à la rapide expansion des dépenses des touristes autrichiens à l'étranger qu'à une baisse des recettes procurées par les touristes étrangers en Autriche. Un autre facteur a été l'accroissement des débours sur les revenus des investissements.

Les entrées nettes de capitaux à long terme se sont élevées à \$265 millions l'an dernier, contre \$35 millions en 1966; le précédent record avait été atteint en 1958 avec \$120 millions. En premier lieu, le montant net des emprunts des organismes officiels a été au total de \$115 millions alors qu'en 1966, leurs opérations s'étaient soldées par \$35 millions de remboursements nets. En second lieu,

les emprunts du secteur privé (effectués principalement pour l'extension du réseau électrique et la construction de routes) ont plus que doublé, pour se monter à \$150 millions. Au cours du premier trimestre de 1968, les entrées nettes de capitaux à long terme ont atteint \$90 millions (soit le double de celles du trimestre correspondant de 1967) et ont ainsi compensé très largement le déficit de \$80 millions accusé par les paiements courants. Les mouvements de capitaux à court terme s'étant également soldés par des entrées, la balance globale des paiements a enregistré un excédent de \$50 millions.

Suisse. Le ralentissement de l'expansion économique de la Suisse, qui s'était traduit, en 1966, par un excédent des opérations courantes de \$120 millions, s'est poursuivi l'an dernier et, sous son influence, ainsi qu'en raison de l'amélioration des recettes invisibles, l'excédent s'est élevé à \$220 millions. Le poste « Opérations en capital » qui, pour la première fois, ne comprend pas les positions à court terme des banques envers l'étranger a fait apparaître des sorties nettes de \$105 millions, et l'excédent global de paiements s'est monté à \$115 millions.

Le déficit de la balance commerciale s'est contracté pour la troisième année consécutive, passant de \$650 millions en 1966 à \$595 millions en 1967. Les importations ont progressé de 4% seulement, contre 7% l'année précédente. Tandis que les achats de biens d'équipement se sont stabilisés après avoir augmenté de 10% en 1966, les importations de biens de consommation se sont accrues de 9%, c'est-à-dire nettement plus que l'année d'avant. Les articles d'habillement et les automobiles sont intervenus dans ce mouvement à raison de 40% environ. Le rythme d'expansion des exportations s'est également ralenti, passant de 10 à 7%. Les ventes aux pays de la C.E.E. ont été presque stationnaires, un fléchissement de 5% des livraisons à l'U.E.B.L., à l'Allemagne fédérale et aux Pays-Bas ayant été compensé par une expansion des exportations à destination de la France et de l'Italie. En revanche, les ventes aux pays de l'A.E.L.E. se sont développées de 18%, la progression atteignant même 23% pour les livraisons à la Grande-Bretagne. La contraction saisonnière du déficit de la balance commerciale au quatrième trimestre a été beaucoup plus prononcée par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Le déficit a été de \$45 millions seulement, les importations ayant presque cessé de progresser tandis que l'expansion des ventes à l'étranger s'accélérait par suite d'une recrudescence des exportations vers l'Allemagne. Pendant le premier trimestre de 1968, les achats à l'étranger ont marqué une reprise, et l'excédent d'importations s'est élevé à \$150 millions, soit \$35 millions de moins que pendant la période correspondante de 1967.

Les recettes nettes des services sont passées, d'après les estimations, de \$770 millions à \$815 millions en 1967, en raison du développement des recettes du

tourisme (dû moins à un accroissement du nombre des touristes qu'à une augmentation des dépenses par personne) et de l'accroissement des revenus des capitaux placés à l'étranger.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, les sorties nettes dues aux transactions identifiées sont passées de \$170 millions à \$400 millions, le montant net des nouvelles émissions lancées sur le marché national pour compte étranger s'étant élevé de \$100 millions à \$165 millions et celui des crédits que les banques sont autorisées à accorder à des non-résidents ayant progressé de \$70 millions à \$235 millions. En même temps, toutefois, les entrées nettes résultant de transactions non identifiées ont atteint \$300 millions. Cet afflux considérable de capitaux en Suisse était lié, en partie, à l'incertitude qui régnait au sujet de la livre sterling.

Suède. En 1967, le taux d'expansion de l'économie a continué de se ralentir, et cette évolution s'est reflétée dans la balance des paiements courants, avec la réduction de l'excédent d'importations, et dans les mouvements de capitaux, qui se sont soldés par des entrées plus réduites. Alors que l'année 1966 avait été marquée par un afflux record de capitaux privés et publics, les entrées de capitaux privés ont baissé, l'an dernier, de \$130 millions à \$55 millions; le fléchissement s'est produit surtout pendant le premier semestre. Bien que l'accès du marché financier suédois soit encore interdit aux non-résidents, quelques exceptions ont été faites en 1967 pour des emprunteurs d'autres pays scandinaves et, à l'automne, la B.I.R.D. a émis un emprunt de CRS 75 millions (\$E.U. 14,5 millions). Dans le secteur des transactions officielles, des entrées de \$25 millions ont fait place à des remboursements nets de \$5 millions. Enfin, l'excédent du poste «Erreurs et omissions» a fléchi de \$200 millions à \$100 millions. On sait que ce poste, positif de par sa structure, représente, d'une part, la contrepartie d'une sous-évaluation des recettes provenant des échanges de marchandises et de services, d'autre part, des crédits accordés aux chantiers de construction navale et d'autres crédits de fournisseurs. Le fléchissement enregistré en 1967 semble dû en totalité à un changement de signe de la composante «Autres crédits de fournisseurs»; des entrées nettes de fonds à ce titre ont été remplacées, en effet, par des sorties nettes pendant la seconde moitié de 1967, lorsque les incertitudes sur le maintien de la parité de la couronne suédoise ont amené les importateurs à accélérer leurs règlements. Ce mouvement s'est apparemment renversé de nouveau au premier trimestre de 1968; le déficit de \$145 millions enregistré par les paiements courants pendant ce trimestre a été, en effet, presque intégralement contrebalancé par des entrées de fonds.

L'excédent net des services, qui n'avait cessé de se contracter à une cadence rapide depuis 1960 environ, et s'était élevé à \$50 millions en 1966, a pratiquement disparu en 1967, en raison principalement d'une nouvelle montée en flèche des dépenses nettes au titre des voyages à l'étranger, qui ont atteint un total de \$180 millions. Les recettes des transports maritimes et les revenus des investissements n'ont presque pas changé.

Le déficit de la balance commerciale a été ramené de \$315 millions à \$175 millions, les importations ayant augmenté de 2,5% seulement, alors que les exportations ont enregistré une expansion de 6%. Les achats à l'étranger de matières premières et de denrées alimentaires ont fléchi de 11 et de 1,5% respectivement; ces baisses ont été dues, dans le premier cas, au ralentissement de l'expansion de la production et, dans le second, à de bonnes récoltes en Suède. Les exportations de matières premières ont également diminué, mais celles de produits manufacturés se sont accrues de 9%.

Norvège. Après avoir été en équilibre en 1966, la balance générale des paiements de la Norvège a enregistré, l'an dernier, un excédent de \$165 millions; cette évolution a été due à un gros afflux de capitaux et à une amélioration des recettes de fret, qui ont compensé, et au-delà, une détérioration de la balance commerciale.

Le total des importations a progressé de \$340 millions, pour atteindre \$2.770 millions. Les livraisons de navires sont intervenues pour plus de moitié dans cette expansion; leur part dans le total des importations est passée d'un septième en 1966 à un cinquième l'an dernier. En même temps, les exportations de navires ont presque doublé, s'établissant à \$210 millions, tandis que les ventes de marchandises à l'étranger se sont élevées à \$1.540 millions, en progrès de 5%. Les ventes de poisson et d'autres produits de base ont fléchi, tandis que les exportations de machines, de produits sidérurgiques et de papier ont enregistré une progression sensible. Pendant le premier trimestre de 1968, les importations de navires se sont tenues à un niveau particulièrement bas et l'excédent de paiements courants a atteint \$25 millions. Par ailleurs, on a noté un afflux de capitaux de \$35 millions.

Les recettes des transports maritimes ont augmenté de \$650 millions à \$800 millions par suite des hostilités au Moyen-Orient. Les taux des frets avaient fléchi en 1966 et pendant le premier semestre de 1967, mais la fermeture du Canal de Suez, au début de juin, leur a imprimé un mouvement ascendant. Les taux d'affrètement au voyage des pétroliers norvégiens ont atteint, pendant la période juin-octobre, trois fois et demie le niveau des cinq premiers mois de l'année; le mouvement a été toutefois beaucoup moins prononcé pour les taux des affrètements pour cargaisons sèches. Les deux catégories de taux de fret ont baissé vers la fin de l'année.

Le déficit des paiements courants a atteint l'an dernier \$190 millions, en augmentation de \$30 millions seulement par rapport à 1966. Il a été compensé, et au-delà, par des entrées nettes de capitaux à long terme de \$345 millions. Si les emprunts du secteur privé (émis surtout par des compagnies de navigation) sont passés de \$160 millions à \$260 millions, les investissements directs en Norvège ont plus que doublé pour atteindre \$70 millions en chiffres nets. En revanche, les administrations publiques ont accéléré leurs remboursements.

Finlande. Les mesures prises pour contenir les pressions inflationnistes avaient commencé à donner des résultats en 1966: en effet, l'excédent d'importations n'avait été que très légèrement supérieur, cette année-là, avec \$240 millions, à celui de l'année précédente. Bien que le déficit de la balance commerciale soit descendu de \$190 millions pour les neuf premiers mois de 1966, à \$135 millions pour la période correspondante de 1967, le déséquilibre fondamental a persisté l'an dernier. Les politiques restrictives suivies jusqu'alors ayant eu pour effet de faire baisser les investissements, de ralentir l'activité productive et d'augmenter le chômage, il ne semblait pas possible d'accentuer encore les restrictions. En conséquence, le mark a été dévalué de 23,8% le 12 octobre 1967. Le 21 octobre, une taxe à l'exportation a été mise en vigueur en vue de contenir les pressions exercées sur les prix et les coûts, et de taxer les profits occasionnels tirés de la

Finlande: Balance des paiements.

Postes	Janvier-Septembre		Octobre-Décembre		Année	
	1966	1967	1966	1967	1966	1967
	en millions de dollars E. U.					
Commerce						
Importations (c.a.f.)	1.250	1.250	480	430	1.730	1.680
Exportations (f.o.b.)	1.060	1.115	430	385	1.490	1.500
Balance commerciale	- 190	- 135	- 50	- 45	- 240	- 180
Services						
Transports	+ 75	+ 90	+ 25	+ 15	+ 100	+ 105
Revenus des investissements . .	- 35	- 50	- 10	- 10	- 45	- 60
Divers	- 20	- 25	- 5	- 5	- 25	- 30
Total	+ 20	+ 15	+ 10	-	+ 30	+ 15
Balance des paiements courants	- 170	- 120	- 40	- 45	- 210	- 165
Mouvements de capitaux						
Long terme	+ 35	+ 80	+ 15	+ 15	+ 50	+ 95
Court terme	+ 60	+ 20	- 45	- 30	+ 15	- 10
Total	+ 95	+ 100	- 30	- 15	+ 65	+ 85
Balance totale (= variations des postes monétaires)	- 75	- 20	- 70	- 60	- 145	- 80

dévaluation. Elle sera appliquée jusqu'à la fin de 1969, mais le taux de 14% imposé aux exportateurs finlandais sera progressivement réduit. Il a été décidé également d'accélérer les réductions de droits de douane sur les importations en provenance des pays de l'A.E.L.E.

Les importations sont restées stationnaires pendant les neuf premiers mois de 1967, par rapport à la période correspondante de 1966. Pour les matières premières et les biens d'équipement, des baisses de 1 et de 3% respectivement ont été enregistrées, tandis que les achats de combustibles et de biens de consommation ont progressé de 7 et de 3%. Les exportations ont augmenté de 6%, principalement à cause d'une progression de 30% des ventes de produits des industries métallurgique et mécanique. Les livraisons à l'étranger de l'industrie papetière ont eu tendance à plafonner, tandis que celles de l'industrie du bois et les exportations de produits agricoles ont baissé de 4,5 et de 10% respectivement. Au cours de la même période, les termes de l'échange se sont détériorés de 5%, à cause d'une hausse de la valeur unitaire des importations, et au quatrième trimestre, le décalage défavorable des termes de l'échange, par rapport au trimestre correspondant de 1966, était de 9%. Au point de vue du tonnage, les statistiques du quatrième trimestre n'ont pas encore reflété les répercussions de l'alignement monétaire, car il s'agissait de livraisons résultant de contrats conclus antérieurement.

En ce qui concerne la balance des paiements de l'année dernière, le déficit de la balance commerciale s'est réduit de \$240 millions à \$180 millions. En revanche, l'excédent des services s'est contracté de \$30 millions à \$15 millions, en raison de l'alourdissement des charges d'intérêt sur les emprunts étrangers. Le déficit des paiements courants (\$165 millions) a été compensé, à concurrence de plus de moitié, par des emprunts extérieurs. Les entrées nettes de capitaux à long terme se sont accrues de \$50 millions à \$95 millions, presque entièrement à cause de l'émission de trois emprunts (deux emprunts de l'Etat et un de la Banque Hypothécaire de Finlande) d'un montant total de \$39 millions. La balance des mouvements de capitaux à court terme, qui avait enregistré des entrées nettes de \$15 millions en 1966, s'est soldée l'an dernier, par des sorties nettes de \$10 millions.

Danemark. La balance globale des paiements est passée d'un excédent de \$30 millions en 1966 à un déficit de \$65 millions l'an dernier. Ce renversement a été entièrement dû à une détérioration de la balance des paiements courants, qui a fait apparaître un solde défavorable de \$160 millions, alors que celui de l'année précédente avait été de \$60 millions. Cette aggravation a reflété, à concurrence des deux tiers, une baisse des recettes des services.

Les achats à l'étranger, mesurés d'après les opérations de dédouanement, ont progressé de 6% en 1966 comme en 1967, tandis que le taux d'expansion des ventes a fléchi de 6 à 4%. Une amélioration s'est toutefois produite dans le courant de l'année dernière, le déficit de la balance commerciale au premier semestre ayant fait place à un léger excédent pendant les six derniers mois. Les importations, qui avaient rapidement augmenté sous l'effet des fortes pressions de la demande, et aussi à cause des achats de précaution effectués avant l'entrée en vigueur, le 3 juillet, de la taxe à la valeur ajoutée, se sont ralenties pendant la seconde moitié de l'année, tandis que les exportations, qui n'avaient enregistré qu'une faible progression au premier semestre, ont effectué un remarquable redressement. Pour l'ensemble de l'année, les livraisons à l'étranger de produits manufacturés, non compris les navires, ont enregistré une expansion de 10%, tandis qu'il a été exporté 5% de produits agricoles de moins qu'en 1966, en partie à cause de l'entrée en vigueur, au sein de la C.E.E., de nouvelles dispositions relatives à la politique agricole commune, en partie à cause des baisses des prix des produits exportés. Les recettes nettes des transactions invisibles ont fléchi de \$205 millions à \$140 millions, en raison d'une détérioration de tous les postes. Celui du tourisme, excédentaire en temps normal, est devenu déficitaire, car les dépenses des touristes danois à l'étranger ont beaucoup plus progressé que les recettes procurées par les touristes étrangers au Danemark. Les recettes nettes provenant des transports maritimes et des opérations de l'Etat ont baissé, et les débours au titre des intérêts et des dividendes ont augmenté.

Les entrées nettes de capitaux ont presque atteint \$100 millions l'année dernière comme la précédente. Alors qu'en 1966, le montant des remboursements du secteur public avait dépassé celui de ses nouveaux emprunts, l'année 1967 a été marquée par des emprunts nets d'un montant de \$15 millions. Les entrées nettes au titre des investissements directs ont été un peu moins élevées qu'en 1966, les investissements danois à l'étranger ayant plus fortement augmenté que les investissements étrangers au Danemark.

Malgré l'amélioration des exportations pendant la seconde moitié de 1967, la couronne danoise a été dévaluée le 21 novembre de 7,9%.

Irlande. Le déficit de la balance commerciale, qui était passé par un maximum en 1965 avec \$425 millions, est descendu à \$360 millions en 1966, puis à \$300 millions environ l'an dernier. Alors que pendant la majeure partie de 1966, les autorités irlandaises avaient freiné les importations par des mesures restrictives à l'intérieur, elles ont adopté, l'an dernier, une politique de caractère généralement expansionniste. En dépit de cette nouvelle orientation, les importations ne se sont accrues que de 5%, principalement, semble-t-il, parce que la

reprise s'est concentrée dans deux secteurs (les constructions à usage d'habitation et les investissements publics) dans lesquels l'élément importations est relativement faible, et aussi en raison d'une baisse des prix des produits importés. En revanche, l'expansion des exportations s'est accélérée, passant de 11 à 17%, en grande partie grâce à l'augmentation des ventes de viande. En valeur absolue, les importations se sont élevées à \$1.050 millions et les exportations à \$755 millions en 1967. Les recettes nettes des services ont été de \$325 millions, en progression de \$10 millions seulement sur 1966, et la balance des paiements courants est passée d'un déficit de \$45 millions à un excédent de \$30 millions. Alors qu'en 1966, on avait enregistré des entrées de capitaux de \$120 millions, dues pour plus de moitié à d'importants emprunts de l'Etat et à un changement de contrôle d'une banque privée, le gouvernement n'a pas emprunté à l'étranger l'an dernier. La balance des mouvements de capitaux s'est soldée, au total, par des sorties nettes d'un faible montant.

En raison des liens très étroits des économies irlandaise et britannique, la livre irlandaise a été alignée sur la livre sterling le 18 novembre 1967.

Espagne. En 1967, pour la troisième année de suite, la balance de base des paiements a enregistré un déficit. Toutefois, le chiffre de \$120 millions atteint, l'an dernier, a été inférieur de \$100 millions à celui de l'année précédente. Cette amélioration provient entièrement d'une progression des entrées nettes de capitaux à long terme qui sont passées à \$460 millions, par suite d'une expansion des investissements directs (essentiellement des Etats-Unis), d'une forte progression des investissements de portefeuille et d'une augmentation des crédits accordés par la Banque Import-Export.

En raison d'un ralentissement de l'activité économique à l'intérieur, et d'un léger renforcement des recettes d'exportations, l'excédent d'importations a été ramené à \$1.900 millions, soit une réduction de \$100 millions. Toutefois, cette amélioration a été entièrement annulée par une baisse des recettes invisibles nettes. Sur la base des statistiques douanières, les importations se sont chiffrées à \$3,5 milliards, soit deux fois et demie le montant des exportations; après avoir progressé de 19% en 1966, elles ont légèrement baissé l'an dernier. Les importations de produits semi-finis et de matières premières ont accusé une diminution de 12 et de 11% respectivement, et les achats de denrées alimentaires ont fléchi de 6%, en partie en raison de l'accroissement des approvisionnements en viande d'origine intérieure. Les achats à l'étranger de biens d'équipement ont été pratiquement stables, mais ceux de combustibles ont progressé de 23% et ceux de biens de consommation de 9%. Les exportations, qui avaient progressé de près d'un tiers en 1966, ont augmenté de 10,5% l'an dernier. Mis à part les navires et les camions,

dont les ventes à l'étranger ont diminué, toutes les catégories de produits ont participé à cette expansion.

Le nombre des touristes étrangers en Espagne a augmenté de 3,5% l'an dernier, alors qu'en 1966, les progrès avaient été de 21%. Le courant touristique en provenance de France (la moitié du total) et d'Allemagne s'est réduit, mais les arrivées de tous les autres pays ont progressé (augmentation de 10% des entrées de touristes britanniques). Toutefois, après s'être accrues de 13% en 1966, les recettes du tourisme ont marqué une diminution, qui s'est reflétée dans un fléchissement de \$70 millions des recettes nettes des services proprement dits, dont le montant a été de \$870 millions. Les recettes de change provenant d'envois de fonds des travailleurs à l'étranger ont également accusé un recul de \$30 millions, pour se situer à \$450 millions, en raison du plafonnement de l'activité économique dans les principaux pays utilisant de la main-d'œuvre espagnole.

Par suite de la persistance du déficit des paiements courants et du fléchissement des réserves, la peseta, suivant l'exemple du sterling, a été dévaluée de 14,3% par rapport au dollar le 20 novembre. Pour appuyer cet alignement, le gouvernement a annoncé la mise en route d'un programme de stabilisation, comprenant un blocage des salaires et des prix jusqu'à la fin de 1968, et des relèvements des taxes sur les articles de luxe pouvant atteindre 50%. Du fait de l'exécution de ce programme, le déficit de la balance commerciale a été très sensiblement réduit pendant le premier trimestre de 1968, et le déficit global de paiements a été ramené à \$65 millions, contre \$150 millions au cours des trois mois correspondants de 1967.

Portugal. Alors que l'afflux de capitaux à long terme a atteint un montant à peu près égal pendant chacune des deux années écoulées, la balance des paiements courants du Portugal s'est redressée de \$90 millions entre 1966 et 1967, pour faire apparaître un excédent de \$50 millions l'an dernier. Le déficit de la balance commerciale a été réduit de \$25 millions pour se situer à \$315 millions, et les recettes des opérations invisibles se sont accrues de \$65 millions pour atteindre \$365 millions, en raison principalement d'un accroissement de \$50 millions du montant des envois de fonds privés. Les recettes nettes du tourisme, avec \$185 millions, ont progressé de \$10 millions seulement, malgré une augmentation de quelque 30% du nombre des entrées de touristes étrangers. En fait, on a noté un léger fléchissement des recettes brutes de ce poste, mais cette baisse a été plus que compensée par un recul des dépenses des touristes portugais à l'étranger.

Avec le ralentissement accentué de l'activité industrielle et l'augmentation de la production agricole, les importations, mesurées d'après les statistiques

douanières, sont demeurées stationnaires l'an dernier. Les entrées de marchandises en provenance de pays ne faisant pas partie de la zone escudo (neuf dixièmes environ du total) ont effectivement diminué de 2%, et celles en provenance des territoires d'outre-mer se sont accrues de 5%. Les importations de machines et de matériel de transport ont fléchi de 6% et celles de céréales de 23%. En revanche, les entrées de bétail sur pied et de produits d'origine animale ont presque doublé. Du côté des exportations, les livraisons aux pays ne faisant pas partie de la zone escudo (trois quarts du total) ont progressé de 8%, les ventes aux partenaires de l'A.E.L.E. ayant enregistré une expansion de 25% et celles à destination de la C.E.E. ayant au contraire légèrement diminué. Les exportations vers les territoires portugais d'outre-mer se sont accrues de presque un cinquième. Le mouvement global de croissance des exportations, intervenu en majeure partie pendant la seconde moitié de l'année, a reflété, dans une certaine mesure, la hausse des prix d'un petit nombre de produits (vins courants, filés et tissus de coton, minerais de wolfram, machines). En raison de la stabilité de l'indice des prix des produits importés, les termes de l'échange se sont améliorés, l'an dernier, de 8% par rapport à 1966.

Avec \$120 millions, l'afflux net de capitaux à moyen et à long terme a été légèrement supérieur à celui de 1966. Du côté du secteur public, le développement des appels à l'emprunt à l'étranger — dont la moitié environ destinée à assurer le financement des chantiers de constructions navales — a été largement compensé par des remboursements accrus de dettes extérieures. L'afflux net de capitaux à court terme (y compris la balance des territoires d'outre-mer avec des pays tiers) a diminué de \$35 millions par rapport à 1966, en raison surtout de règlements anticipés des importations.

Canada. Du point de vue de la balance des paiements, le relâchement des pressions exercées par la demande intérieure, et les apports supplémentaires de devises à l'occasion de l'Exposition universelle de Montréal, ont contribué à faire de 1967 l'année la meilleure que le Canada ait connue depuis la guerre. La balance de base a fait apparaître un surplus de \$890 millions contre un déficit de \$110 millions en 1966 et le déficit des paiements courants a été ramené de \$1.050 millions à \$390 millions, niveau le plus bas depuis 1952. De 1966 à 1967, l'excédent de la balance commerciale est passé de \$325 millions à \$550 millions.

Après une expansion vigoureuse tout au long de 1965 et de 1966, les importations et les exportations ont plafonné pendant les neuf premiers mois de 1967, mais ont donné des signes de reprise vers la fin de l'année. La nouvelle orientation à la hausse a été particulièrement prononcée du côté des exportations, qui se sont favorablement ressenties de la reprise cyclique de l'économie

des Etats-Unis et des conflits sociaux dans l'industrie du cuivre et les usines d'automobiles de ce pays. Pour l'ensemble de 1967, les ventes à l'étranger se sont accrues de 10% et les importations de 8%. Les livraisons de blé ont effectivement fléchi de \$330 millions, en raison principalement de la diminution des expéditions vers l'U.R.S.S. et la Chine, et celles d'autres produits agricoles, des pêcheries et de l'industrie du bois ont virtuellement plafonné. Les exportations de métaux et de minerais, en revanche, se sont accrues de \$300 millions, en raison notamment de la progression des ventes de cuivre et de pétrole. Le facteur prépondérant de l'augmentation de \$1.005 millions des exportations totales (sur la base des dédouanements) a été toutefois l'accroissement de \$925 millions, soit de 40%, des livraisons d'articles manufacturés autres que les métaux et les produits de l'industrie chimique.

Canada: Balance des paiements.

Postes	1966	1967 ¹				
		Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U.						
Commerce (f.o.b.)						
Exportations	9.670	10.635	2.700	2.705	2.480	2.750
Importations	9.345	10.085	2.520	2.585	2.515	2.465
Balance commerciale	+ 325	+ 550	+ 180	+ 120	- 35	+ 285
Services						
Revenus des investissements . . .	- 750	- 800	- 170	- 220	- 220	- 190
Tourisme	- 60	+ 395	- 5	+ 155	+ 215	+ 30
Divers	- 565	- 535	- 125	- 180	- 100	- 130
Total	-1.375	- 940	- 300	- 245	- 105	- 290
Balance des paiements courants	-1.050	- 390	- 120	- 125	- 140	- 5
Mouvements de capitaux à long terme						
Nouvelles émissions de valeurs canadiennes à l'étranger (chiffres nets)	+ 890	+ 880	+ 255	+ 145	+ 195	+ 285
Transactions sur valeurs canadiennes en circulation . . .	- 225	- 35	- 55	- 35	+ 20	+ 35
Transactions sur valeurs étrangères	- 390	- 320	- 50	- 50	- 115	- 105
Investissements directs	+ 635	+ 450	+ 85	+ 125	+ 110	+ 130
Divers	+ 30	+ 305	+ 80	+ 50	+ 70	+ 135
Total	+ 940	+1.280	+ 285	+ 235	+ 280	+ 480
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme . . .	- 110	+ 890	+ 165	+ 110	+ 140	+ 475
Mouvements de capitaux à court terme²						
Balance totale (= variations des postes monétaires)	+ 145	+ 350	- 310	+ 55	+ 280	+ 325

¹ Les chiffres trimestriels de la balance des paiements courants sont corrigés des variations saisonnières. ² Y compris le poste «Erreurs et omissions».

Cette amélioration a été due, à concurrence de 75% environ, à l'accroissement des ventes de l'industrie automobile, qui ont bénéficié de l'application de l'accord conclu en 1965 entre le Canada et les Etats-Unis. Les produits de l'industrie automobile ont également représenté plus de 60% de la progression de \$745 millions des importations totales. Le facteur prépondérant de la réduction du déficit des transactions invisibles (de \$1.375 millions en 1966 à \$940 millions l'an dernier) a été l'amélioration de \$455 millions des recettes nettes du tourisme, due principalement à l'afflux de visiteurs au moment de l'Exposition universelle et à l'occasion des autres festivités qui ont marqué la célébration du centenaire.

Les recettes nettes des mouvements de capitaux à long terme se sont accrues de \$340 millions, pour atteindre \$1.280 millions l'an dernier, malgré une contraction de \$185 millions du volume net des investissements directs étrangers au Canada, et un léger recul du montant net des nouvelles émissions d'obligations canadiennes à l'extérieur. Ces réductions ont été plus que compensées par une amélioration de \$260 millions de la balance des opérations sur valeurs étrangères et sur valeurs canadiennes en circulation, et par un accroissement de \$275 millions de l'excédent du poste «Divers» des mouvements de capitaux à long terme. Les gains enregistrés dans ce dernier poste ont été surtout dus à des remboursements de crédits accordés à l'occasion de précédentes exportations de blé et à l'octroi, par des banques étrangères, de prêts à des entreprises canadiennes. L'intensité accrue de l'afflux de capitaux à long terme a été favorisée par l'entrée en application de la nouvelle loi bancaire, et par le niveau relativement élevé des taux d'intérêt sur le marché financier. Le fléchissement du volume net des investissements directs a été dû entièrement aux Etats-Unis. Les investissements d'autres pays ont presque doublé; mais ils ne représentaient toujours que le cinquième environ du total à la fin de 1967. L'amélioration de \$1 milliard de la balance de base des paiements a été compensée, dans une large mesure, par un renversement de situation du côté de la balance des mouvements de capitaux à court terme, où l'excédent de \$255 millions enregistré en 1966 a fait place, l'an dernier, à un déficit de \$540 millions. La position de réserve des autorités et celle des banques canadiennes se sont renforcées de \$350 millions au total en chiffres nets.

Japon. En 1967, la balance des paiements a fait apparaître un déficit de base de \$990 millions contre un excédent de \$440 millions en 1966. Cette détérioration accentuée résulte essentiellement de la manifestation simultanée, quelque peu inhabituelle, d'une recrudescence d'activité sur le plan interne, et d'un ralentissement de l'expansion dans la plupart des autres pays industriels. Aussi, la cadence d'augmentation des importations est-elle passée de 14,5% en 1966 à 23% l'année dernière; quant aux exportations, le taux d'accroissement a fléchi de 15,5 à 6%, en

raison de l'affaiblissement de la demande externe et d'un amenuisement de la capacité de production de l'économie japonaise. L'excédent de la balance commerciale a baissé de \$2.275 millions à \$1.160 millions d'une année à l'autre. Au premier trimestre de 1968, la situation a toutefois recommencé à s'améliorer. Les mesures restrictives d'ordre monétaire et budgétaire, prises au cours du second semestre de 1967, ont contribué à infléchir la tendance à l'accroissement des importations au moment où les ventes à l'étranger se sont à nouveau orientées à la hausse.

Sur la base des dédouanements, l'accroissement des exportations en 1967 résultait presque entièrement de la progression des livraisons à l'étranger de machines et d'équipement, dont le pourcentage, par rapport à l'ensemble des exportations, est passé de 38 à 42%. Les ventes de produits textiles ont, en revanche, marqué une baisse de 3% de 1966 à 1967. Les importations de biens d'investissement se sont accrues de 29% et celles des matières premières – qui représentent environ 70% du volume total des importations – ont progressé de 26%; quant aux achats de biens de consommation (denrées alimentaires principalement), ils ne se sont développés que de 8% l'an dernier.

Japon: Balance des paiements.¹

Postes	1966			1967		
	Année entière	1er semestre	2ème semestre	Année entière	1er semestre	2ème semestre
	en millions de dollars E.U.					
Commerce (f.o.b.)						
Exportations	9.640	4.380	5.260	10.230	4.720	5.510
Importations	7.365	3.560	3.805	9.070	4.400	4.670
Balance commerciale . . .	+ 2.275	+ 820	+ 1.455	+ 1.160	+ 320	+ 840
Services						
Transports	- 610	- 320	- 290	- 820	- 365	- 455
Revenus des investissements . .	- 185	- 95	- 90	- 175	- 85	- 90
Opérations gouvernementales ² .	+ 440	+ 195	+ 245	+ 475	+ 220	+ 255
Divers	- 670	- 325	- 345	- 830	- 440	- 390
Total	- 1.025	- 545	- 480	- 1.350	- 670	- 680
Balance des paiements courants	+ 1.250	+ 275	+ 975	- 190	- 350	+ 160
Mouvements de capitaux à long terme	- 810	- 285	- 525	- 800	- 365	- 435
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme	+ 440	- 10	+ 450	- 990	- 715	- 275
Mouvements de capitaux à court terme ³	- 120	+ 45	- 165	+ 420	+ 225	+ 195
Balance totale (= variations des postes monétaires) . .	+ 320	+ 35	+ 285	- 570	- 490	- 80

¹ Sur la base des transactions. ² Il s'agit surtout de transactions de caractère militaire. ³ Y compris le poste « Erreurs et omissions ».

Le déficit des transactions invisibles s'est élargi de \$325 millions, pour s'établir à \$1.350 millions; cette aggravation a été provoquée, à raison des deux tiers environ, par l'augmentation des décaissements au titre des transports; le solde positif de la balance des paiements courants, enregistré en 1966 (\$1.250 millions), a fait place, l'an dernier, à un déficit de \$190 millions. Ce dernier peut être considéré comme très faible par rapport à ceux notés au cours de périodes de boom précédentes. Toutefois, le Japon est devenu, ces dernières années, un exportateur net de capitaux à long terme pour des quantités considérables: en 1967, les sorties se sont élevées à \$800 millions, soit pratiquement le même chiffre qu'en 1966, et cela malgré le resserrement de la politique du crédit au Japon. Les non-résidents ont augmenté de \$95 millions leurs achats nets de valeurs mobilières japonaises; le développement de ces achats a été toutefois compensé, dans une large mesure, par l'expansion des crédits de fournisseurs à long terme, en liaison principalement avec les exportations de biens d'équipement industriel. Le montant net de cette catégorie de crédits a représenté 63% du volume net de l'ensemble des sorties de capitaux à long terme. Les mouvements de capitaux à court terme, en revanche, ont réagi au resserrement de la politique monétaire. Compte tenu du poste «Erreurs et omissions», mais à l'exclusion des variations des positions des banques envers l'étranger, ces mouvements de fonds ont fait apparaître des entrées de \$420 millions en 1967, contre des sorties de \$120 millions l'année précédente. Ce revirement n'a permis de compenser qu'en partie l'aggravation de la balance de base des paiements, d'où l'apparition d'un déficit global de \$570 millions, soit le chiffre le plus élevé noté depuis 1961.

IV. OR, RÉSERVES MONÉTAIRES ET CHANGES.

Production et marchés de l'or, encaisses-or.

La production mondiale d'or, dont le rythme d'accroissement s'était sensiblement ralenti pendant les deux années précédentes, a diminué l'an dernier, pour la première fois depuis 1953. L'extraction (non comprise celle de l'U.R.S.S., des autres pays de l'Europe de l'Est, de la Chine continentale et de la Corée du Nord) est tombée, en effet, de 41,2 millions à 40,3 millions d'onces au total. La cause principale de ce renversement réside dans le recul intervenu en Afrique du Sud. Mais le fléchissement du tonnage global enregistré l'an dernier a été réparti à peu près également entre les trois principaux pays producteurs du monde occidental.

En Afrique du Sud, l'extraction a diminué de 340.000 onces, c'est-à-dire d'un peu plus de 1%. La part de l'Union sud-africaine dans la production du monde occidental a toutefois continué d'augmenter, pour atteindre 76% du total.

Production mondiale d'or.

Pays	1929	1940	1946	1953	1963	1964	1965	1966	1967
	poids, en milliers d'onces de fin								
Afrique du Sud . . .	10.412	14.046	11.927	11.941	27.432	29.137	30.540	30.869	30.531
Canada	1.928	5.333	2.849	4.056	4.003	3.835	3.608	3.274	2.962
Etats-Unis	2.059	4.870	1.575	1.958	1.454	1.456	1.705	1.803	1.471
Australie	427	1.644	824	1.075	1.024	964	678	916	815
Ghana	208	886	586	731	921	865	755	684	763
Japon	335	867	40	258	433	460	519	555	678
Philippines	163	1.121	1	481	376	426	437	453	490
Colombie	137	632	437	437	325	365	319	281	260
Mexique	655	893	420	483	238	210	216	214	175
Total	16.324	30.282	18.659	21.420	36.206	37.718	38.977	39.049	38.145
Autres pays ¹ . . .	2.016	7.178	2.771	2.840	2.534	2.452	2.163	2.151	2.140
Evaluation de la production mondiale ² .	18.340	37.460	21.430	24.260	38.740	40.170	41.140	41.200	40.285
Valeur approximative de la production mondiale sur la base de \$35 l'once de fin	en millions de dollars E.U.								
	640 ²	1.310	750	850	1.355	1.405	1.440	1.440	1.410

¹ Non compris l'U.R.S.S., l'Europe de l'Est, la Chine continentale et la Corée du Nord. ² Calculée au prix officiel de \$20,67 l'once de fin en vigueur à l'époque, \$380 millions.

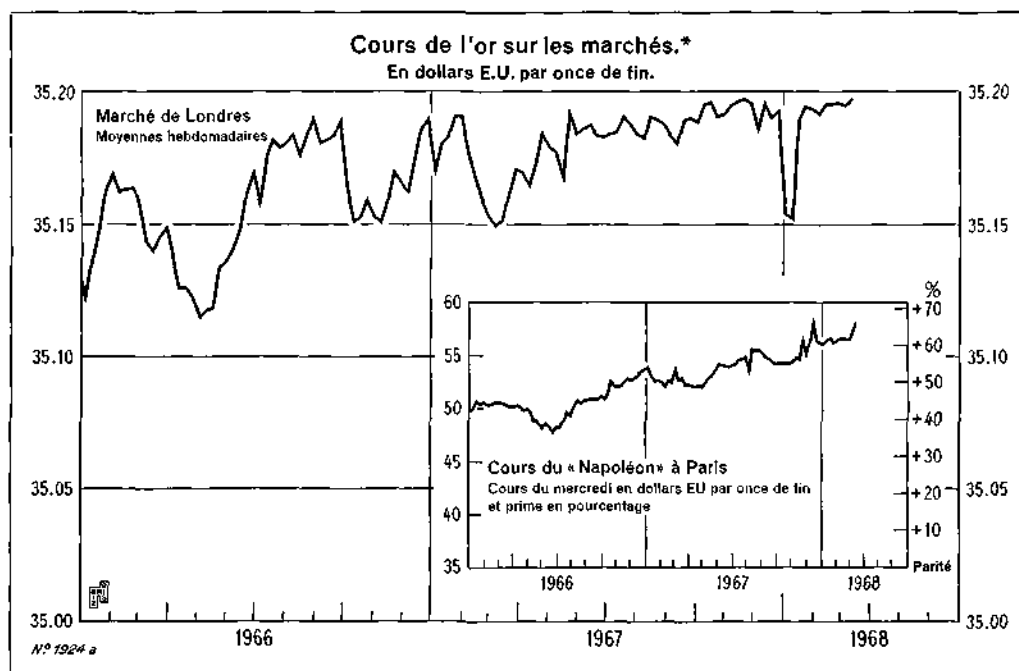
Dans les deux autres principaux pays producteurs – Canada et Etats-Unis – le recul a été, en valeur relative, beaucoup plus prononcé en 1967. En raison de l'alourdissement des charges d'exploitation et de la diminution des réserves de minerai, l'extraction au Canada était déjà tombée, de 1963 à 1966, de 4 millions à 3,3 millions d'onces. En 1967, elle est descendue à un peu moins de 3 millions. Aux Etats-Unis, la production a diminué de 330.000 onces en raison principalement de la grève prolongée dans les mines de cuivre qui extraient l'or comme sous-produit et fournissent un tiers environ de la production nationale de métal jaune. Le fléchissement survenu en 1967 aux Etats-Unis a fait suite à une période de deux années pendant laquelle la mise en exploitation d'une nouvelle mine dans l'Etat de Nevada avait permis de porter la production de 1,5 million à 1,8 million d'onces. Dans le reste du monde occidental, l'extraction a fait au total de légers progrès. Les principaux changements ont été une diminution de 100.000 onces de la production de l'Australie, et deux accroissements d'un même ordre de grandeur au Ghana et au Japon.

L'évolution de l'industrie des mines d'or en Afrique du Sud a été caractérisée, en 1967, par l'arrêt de l'augmentation de la production en provenance des gisements récents; si, en effet, le tonnage global du minerai traité a augmenté, la teneur moyenne en or a fléchi. Etant donné que les frais d'extraction ont continué de s'orienter à la hausse, le montant total des bénéfices provenant des mines nouvellement exploitées a diminué pour la première fois. Si l'on considère l'évolution de ces dernières années, on constate qu'entre 1962, où la mise en exploitation des nouvelles mines a atteint son maximum d'intensité, et 1967, le volume du

Résultats d'exploitation de l'industrie des mines d'or sud-africaines.¹

Années	Minerai traité	Rendement moyen en or par tonne	Production totale	Montant total des bénéfices ²	Bénéfice moyen par once ³
	en millions de tonnes	en dwt ⁴	en millions d'onces	en millions de dollars	en dollars
1962 Mines anciennes ⁵	30,6	4,02	6,1	41,9	6,9
Mines nouvelles ⁶	40,2	9,08	18,3	343,5	18,8
1963 Mines anciennes	29,6	4,06	5,9	36,5	6,3
Mines nouvelles	45,0	9,13	20,5	362,5	18,7
1964 Mines anciennes	26,7	4,13	5,5	33,1	6,0
Mines nouvelles	48,2	9,34	22,5	414,1	18,4
1965 Mines anciennes	24,8	4,24	5,3	26,5	5,0
Mines nouvelles	51,1	9,48	24,3	427,1	17,6
1966 Mines anciennes	22,1	4,37	4,8	21,9	4,6
Mines nouvelles	52,8	9,49	25,1	431,4	17,2
1967 Mines anciennes ⁶	21,2	4,32	4,6	17,0	3,7
Mines nouvelles	53,9	9,31	25,1	413,3	16,5

¹ Membres de la Chambre des Mines de l'Afrique du Sud et producteurs qui extraient exclusivement de l'or (environ 97% de la production totale de l'Afrique du Sud). ² Y compris les bénéfices tirés de l'extraction d'uranium. ³ Un dwt (pennyweight) est égal à un vingtième d'once, soit 1,555 gramme. ⁴ East Rand, Central Rand. ⁵ Région Evander, Far West Rand, Klerksdorp, Etat libre d'Orange. ⁶ Estimations.



* Les cotations sur le marché de Londres ne sont plus indiquées à partir de la mi-mars 1968, époque à laquelle le marché a été fermé temporairement, et où le pool de l'or a mis fin à ses opérations.

tonnage traité dans les anciennes mines a baissé de 31%. Cependant, la baisse de production de 6,1 millions à 4,6 millions d'onces en provenance de ces mines ne s'est chiffrée qu'à 25%, en raison d'une légère augmentation du rendement moyen en or des mines considérées. Pendant la période des cinq années étudiées, le montant moyen des bénéfices par once d'or est tombé de \$6,9 à \$3,7, et le montant total des bénéfices a été réduit de \$42 millions à \$17 millions.

Dans les mines récentes, le tonnage de minerai traité a marqué une progression d'un tiers environ, passant de 40,2 millions à 53,9 millions de tonnes, et la production totale s'est accrue de 18,3 millions à 25,1 millions d'onces. Si le rendement moyen en or par tonne de minerai traité n'a enregistré qu'une progression légère, le fléchissement des bénéfices moyens, de \$18,8 à \$16,5 par once, a été sensiblement moins marqué en pourcentage que dans les mines anciennes; néanmoins, les bénéfices globaux ont progressé de plus de 20%, passant de \$340 millions à \$410 millions.

Au cours du premier trimestre de 1968, la production d'or de l'Afrique du Sud a dépassé de près de 155.000 onces le niveau atteint une année auparavant, par suite de la mise en exploitation de deux nouvelles mines.

L'existence d'un déséquilibre très considérable entre l'offre d'or neuf et le volume total des demandes adressées au marché en 1967, qui a provoqué, l'an

dernier, une diminution de \$1.600 millions des réserves du monde occidental, a été déjà évoquée dans le présent Rapport (pages 52 à 55). Si les achats de métal à des fins non monétaires n'ont atteint un niveau très considérable qu'après la dévaluation de la livre, ils ont été cependant très soutenus pendant la majeure partie de 1967. Aussi, le cours du marché de Londres s'est-il tenu presque en permanence aux environs immédiats du plafond effectif de \$35,20 l'once, surtout à partir de la fin mai.

Au début de 1967, le cours de la séance officielle se tenait juste au-dessus de \$35,17 ½. Pendant la seconde moitié de janvier, il a dépassé \$35,19 en raison de nouveaux bruits d'un relèvement du prix officiel. Cette poussée de hausse a été suivie par la seule période de calme relatif d'une certaine durée. De \$35,19 ¼ au début de février, le cours de la séance officielle était en effet retombé au-dessous de \$35,15 à la fin du mois, et aussi pendant quelques séances de la première quinzaine de mars. A cette époque, et d'ailleurs pendant la première moitié de 1967, les offres transmises au marché représentaient un tonnage supérieur à la normale: outre sa production courante, l'Afrique du Sud vendait en effet d'importantes quantités de métal prélevées sur son encaisse.

Le cours s'est une fois de plus inscrit en hausse pendant la dernière quinzaine de mars et la demande s'est tenue à un niveau élevé courant avril, en partie à cause de difficultés politiques en Grèce. A la fin du mois d'avril, le cours de la séance officielle est remonté au-dessus de \$35,18 ½. Le calme est revenu pendant un bref intervalle; mais la libération du prix en dollars de l'argent métal, le 18 mai, et l'ouverture d'une crise au Moyen-Orient ont transmis de nouvelles impulsions à la demande. A partir de cette date et jusqu'à la crise des changes de novembre, la demande d'or sur le marché s'est constamment maintenue à un niveau élevé; d'autre part, pendant le troisième trimestre, les déficits de la balance des paiements de l'Afrique du Sud ont fait place à des excédents, ce qui a provoqué un amenuisement du volume des offres transmises au marché. Aussi, le cours de la séance officielle a-t-il varié dans d'assez étroites limites, la plupart du temps entre \$35,18 et un peu moins de \$35,20 l'once. La situation ne s'est pas modifiée pendant la période comprise entre la dévaluation de la livre et la fermeture du marché de Londres le 15 mars, sauf pendant un bref intervalle au début de janvier 1968, l'annonce des nouvelles mesures de redressement des comptes extérieurs des Etats-Unis ayant fait fléchir le cours au-dessous de \$35,14 pendant quelques séances.

En raison du niveau très élevé des demandes adressées au marché de l'or en barres, en 1967, le pool de l'or a dû effectuer des ventes massives. Dans le compartiment de l'or monnayé, la vive recrudescence des ordres d'achat a provoqué

une augmentation de la prime des pièces qui ne sont plus frappées par rapport à la valeur de leur contenu de métal fin. Pour le Napoléon, par exemple, cette prime est passée de 48 ½%, à la fin du mois de mars 1967, à 61 ½% en décembre et à 64 ½% immédiatement avant la fermeture du marché de Londres en mars 1968. Au milieu du mois de mai 1968, la prime par rapport au cours du lingot était de 55%.

Les opérations sur le marché de Londres ont repris le 1^{er} avril 1968 et le cours de la barre a été coté à \$38 l'once. Dans le courant de la même semaine, il s'est replié à \$36,95, pour remonter peu de temps après à \$38. Pendant la dernière semaine d'avril, le mouvement de hausse a repris; à la fin mai, la cote se tenait à \$41,50 l'once.

Encaisses-or dans le monde.

Pays ou zones	Variations en			Montants disponibles à fin 1967
	1965	1966	1967	
	en millions de dollars E.U.			
Etats-Unis	- 1.665	- 570	- 1.170	12.065
Royaume-Uni	+ 130	- 325	- 650	1.290
Pays continentaux d'Europe occidentale	+ 2.300	+ 250	+ 125	21.050
<i>dont:</i>				
Allemagne fédérale	+ 160	- 120	- 65	4.225
Autriche	+ 100	-	-	700
Belgique	+ 105	- 35	- 45	1.480
Espagne	+ 195	- 25	-	785
France	+ 980	+ 530	- 5	5.235
Italie	+ 300	+ 10	- 15	2.400
Pays-Bas	+ 70	- 25	- 20	1.710
Portugal	+ 55	+ 70	+ 55	700
Suisse	+ 315	- 200	+ 250	3.090
Autres pays d'Europe occidentale	+ 20	+ 45	- 30	735
Canada	+ 125	- 105	- 30	1.015
Japon	+ 25	-	+ 10	340
Amérique latine	- 80	- 70	+ 15	1.000
Moyen-Orient	+ 5	- 55	+ 95	820
Autres pays d'Asie	+ 35	- 25	+ 60	710
Autres pays d'Afrique	- 115	+ 210	+ 105	890
<i>dont:</i>				
Afrique du Sud	- 150	+ 210	- 55	585
Autres pays	- 15	+ 5	+ 20	300
Total, tous pays	+ 745	- 685	- 1.420	39.480
Organismes internationaux	- 530	+ 635	- 180	2.100
<i>dont:</i>				
B.R.I.	- 510	+ 135	- 200	- 625
Fonds Européen	+ 20	- 15	- 10	45
F.M.I.	- 40	+ 515	+ 30	2.680
Total général	+ 215	- 50	- 1.600	41.580

Les réserves d'or du monde occidental ont diminué, comme on l'a déjà mentionné, de \$1.600 millions l'an dernier. A la fin de 1967, elles représentaient une valeur de \$41.580 millions. Les encaisses des pays avaient fléchi à \$39.480 millions, subissant une réduction de \$1.420 millions; d'autre part, la valeur des avoirs en métal au comptant d'organismes monétaires internationaux avait été ramenée, à la même date, à \$2.100 millions, soit une diminution de \$180 millions.

Au cours de 1967, le fléchissement des encaisses-or nationales a touché essentiellement les Etats-Unis et la Grande-Bretagne. Les ventes nettes des Etats-Unis ont représenté une valeur de \$1.170 millions, dont \$160 millions (non compris les \$50 millions en provenance de la production courante) ont servi à couvrir les besoins de l'industrie nationale. Les ventes nettes de métal par les Etats-Unis à des pays étrangers se sont élevées à \$1.030 millions. Toutefois, la très grande majorité de ces ventes a eu sa contrepartie dans des cessions nettes à la Grande-Bretagne pour \$880 millions, y compris la prise en charge par les Etats-Unis d'une partie des pertes subies par le pool de l'or pendant l'année. En ne tenant pas compte des transactions avec la Grande-Bretagne, on constate que les ventes nettes de métal des Etats-Unis à des pays étrangers ont représenté, en 1967, une valeur de \$150 millions seulement, contre \$690 millions en 1966, et \$1.470 millions en 1965. En d'autres termes, les conversions en or d'avoirs officiels étrangers en dollars auprès du Trésor fédéral sont tombées, en 1967, à leur niveau le plus bas depuis des années.

En 1967, la Grande-Bretagne a enregistré une perte d'encaisse de \$650 millions, en majeure partie au cours du dernier trimestre. Tout en prenant en charge sa part des pertes subies par le pool de l'or, elle a vendu également du métal pour combler le déséquilibre de ses paiements.

Les encaisses des pays occidentaux du continent européen se sont accrues de \$125 millions l'an dernier. Ce mouvement s'explique, et au-delà, par un accroissement de \$260 millions du volume des opérations de swap nouées entre la Banque Nationale Suisse et la B.R.I. Du fait de ces transactions, l'encaisse-or de la Banque Nationale Suisse accusait, fin décembre 1967, une augmentation de \$250 millions par rapport à la période correspondante de l'année précédente. En l'absence de ces transactions de swap, les encaisses-or des pays du continent auraient fléchi de \$135 millions l'an dernier. Les pays participant activement aux opérations du pool de Londres ont évidemment enregistré une diminution de leur encaisse mais, dans le cas de l'Italie et de la Suisse, ces pertes ont été compensées, à concurrence de \$85 millions et de \$30 millions respectivement, par des achats d'or au Trésor des Etats-Unis. En revanche, le Portugal a renforcé ses réserves d'or de \$55 millions.

La valeur des encaisses-or des autres pays du monde a augmenté de \$275 millions au total. En dépit d'une cession aux Etats-Unis pour \$150 millions, celle du Canada a diminué de \$30 millions seulement. Dans la plupart des autres zones, on a relevé une certaine augmentation. Les réserves d'or des pays du Moyen-Orient se sont accrues de \$95 millions, dont \$70 millions pour le Kowait. Les pays du groupe «Autres pays d'Afrique» ont enregistré une augmentation de \$105 millions. A l'intérieur de ce groupe, l'Algérie a accru son encaisse de \$150 millions. Les réserves métalliques officielles de l'Afrique du Sud ont accusé une diminution de \$55 millions. En 1967, les déficits de paiements de ce pays ont brusquement fait place à des excédents et l'encaisse-or, qui avait fléchi de \$170 millions pendant les six premiers mois, a augmenté de \$115 millions au cours du deuxième semestre. Peu de changements en Amérique latine, où des achats de \$55 millions par le Mexique ont été compensés, dans une large mesure, par des ventes de \$45 millions effectuées par le Pérou.

Les avoirs en or des organismes internationaux ont diminué de \$180 millions l'an dernier. La position négative au comptant de la B.R.I. s'est accrue, en particulier, de \$200 millions, en raison principalement de la conclusion des opérations de swap avec la Banque Nationale Suisse mentionnées plus haut. Les disponibilités en or du F.M.I. ont légèrement augmenté (+\$30 millions) déduction faite d'un montant de \$20 millions déposés auprès du Trésor américain. Les avoirs en or du Fonds Européen ont accusé, en revanche, une diminution de \$10 millions, en raison de l'accroissement des prêts de métal à des membres de l'A.M.E.

Selon des estimations provisoires, les encaisses-or du monde occidental ont marqué une nouvelle diminution de \$1.460 millions pendant le premier trimestre de 1968. Les réserves métalliques des membres actifs du pool de Londres ont fléchi de \$2.045 millions, dont \$1.360 millions de pertes pour les Etats-Unis et \$485 millions pour la Suisse. La diminution de l'encaisse-or de la Banque Nationale Suisse résulte notamment de la réduction sensible des swaps sur or conclus entre cette dernière et la B.R.I., dont la position négative au comptant sur l'or s'est réduite de \$280 millions. Les réserves d'or de l'Afrique du Sud ont progressé de \$160 millions au cours du trimestre considéré.

Fonds Monétaire International.

Activité du Fonds. Les opérations de prêt du F.M.I. ont représenté, en 1967, un volume sensiblement inférieur à celui de chacune des deux années précédentes. Les tirages des Etats membres ont, en effet, atteint \$835 millions seulement en chiffres bruts, contre \$1.448 millions en 1966. En même temps, les rachats de monnaies

nationales sont passés de \$721 millions à \$1.329 millions au total, de telle sorte que le volume net des encours du F.M.I. est tombé, l'an dernier, à un peu moins de \$4,5 milliards en chiffres nets (soit une diminution de \$494 millions). A la fin de 1967, trois pays représentaient quelque 60% du total des encours: Grande-Bretagne, \$1,5 milliard, Etats-Unis, \$800 millions, Inde, \$500 millions.

Le trait le plus remarquable de l'activité du F.M.I., en 1967, a été la réduction de \$902 millions de la dette de la Grande-Bretagne. En mai 1967, la Grande-Bretagne a remboursé \$405 millions, c'est-à-dire la fraction du tirage de \$1 milliard effectué en décembre 1964, dont le financement avait été réalisé par un recours aux Accords Généraux d'Emprunt. Le remboursement a été opéré en les monnaies précédemment empruntées aux pays signataires des Accords Généraux d'Emprunt, et pour les mêmes montants. Le F.M.I. a donc pu utiliser les monnaies reçues pour rembourser les prêts qui lui avaient été octroyés aux termes des Accords Généraux d'Emprunt. En novembre 1967, la Grande-Bretagne a procédé à un second remboursement pour l'équivalent de \$250 millions. En outre, la position de la Grande-Bretagne s'est améliorée de \$247 millions, en 1967, grâce à des tirages de sterling effectués par d'autres pays.

Fonds Monétaire International: Tirages et rachats de monnaies en 1967.

Pays ou zones	Tirages	Rachats de monnaies nationales	Tirages nets
	en millions de dollars E.U.		
Etats-Unis	—	114 ¹	— 114
Royaume-Uni	—	902 ²	— 902
Autres pays d'Europe (à l'exclusion du Royaume-Uni)	336	45 ³	291
<i>dont:</i>			
Finlande	94	—	94
Espagne	166	—	166
Turquie	27	19	8
Yougoslavie	45	12	33
Amérique latine	123	164 ⁴	— 61
<i>dont:</i>			
Argentine	—	48	— 48
Chili	10	25	— 15
Colombie	71	37	34
Autres pays	376	84	292
<i>dont:</i>			
Ceylan	26	4	22
Ghana	25	7	18
Inde	90	8	82
Irak	40	—	40
Nouvelle-Zélande	89	—	89
Philippines	28	—	28
Total	835	1.329	— 494

¹ Rachats résultant de tirages effectués par d'autres pays membres. ² Y compris \$247 millions de rachats résultant de tirages effectués par d'autres pays membres. ³ Y compris \$12 millions de rachats résultant de tirages effectués par d'autres pays membres. ⁴ Y compris \$35 millions de rachats résultant de tirages effectués par d'autres pays membres.

Les Etats-Unis ont également réduit, l'an dernier, leurs engagements envers le F.M.I. à concurrence de \$114 millions, correspondant presque entièrement à des tirages en dollars par d'autres Etats membres.

Les Etats membres européens (Grande-Bretagne non comprise) ont effectué, l'an dernier, \$291 millions de tirages nets. On citera, parmi les principales transactions, un prélèvement de \$166 millions opéré en janvier par l'Espagne et correspondant, en gros, à la totalité de sa tranche-or et de sa super-tranche-or, ainsi qu'une série de tirages d'un montant total de \$94 millions par la Finlande. Les autres Etats membres du F.M.I. ont prélevé des monnaies pour \$231 millions en chiffres nets, dont \$89 millions pour la Nouvelle-Zélande, et une nouvelle tranche de \$82 millions pour l'Inde.

Si les encours globaux du F.M.I. ont diminué, il s'est produit, en même temps, un gonflement très appréciable (de \$365 millions à \$1.804 millions) du volume des facilités mises à la disposition de certains Etats membres sous forme d'ouvertures de crédits stand-by, en prévision de tirages futurs. Cette progression a été due presque en totalité à l'octroi, en novembre 1967, immédiatement après la dévaluation de la livre, d'un crédit stand-by de \$1,4 milliard à la Grande-Bretagne. Dans le cas où cette dernière exprimerait le désir d'utiliser sa ligne de crédit en totalité, le Fonds a pris toutes dispositions utiles en vue de se procurer les monnaies nécessaires en cédant \$400 millions d'or à d'autres Etats membres, et en faisant jouer les Accords Généraux d'Emprunt à concurrence de \$525 millions.

Un autre trait caractéristique des opérations traitées par le F.M.I., en 1967, a été la plus grande diversité des monnaies utilisées à l'occasion des tirages. Vingt et une monnaies différentes ont été prélevées en 1967, dont cinq pour la première fois. La livre sterling s'est classée au premier rang avec des prélèvements de \$247 millions, suivie par le dollar des Etats-Unis, avec \$114 millions. Les tirages d'autres monnaies ont porté sur des sommes assez faibles, le dollar australien ayant occupé la troisième place avec \$35 millions. Les utilisations nettes de monnaies des pays du Groupe des Dix, à l'exclusion du dollar des Etats-Unis et de la livre sterling, ont fléchi de \$573 millions en 1967. Etant donné toutefois que, sur ce montant, \$405 millions ont servi à rembourser des prêts accordés aux termes des Accords Généraux d'Emprunt, les avoirs du F.M.I. en les monnaies de ces Etats membres n'ont pas beaucoup progressé.

Au cours du premier trimestre de 1968, les tirages sur le Fonds ont atteint \$826 millions en chiffres bruts, soit presque autant que ceux de l'année 1967 tout entière. Au nombre des principales transactions, on relève deux prélèvements, l'un de \$426 millions par le Canada, l'autre de \$200 millions par les Etats-Unis. La position des Etats-Unis à l'intérieur de leur tranche-or s'est toutefois renforcée

de \$57 millions au cours du trimestre considéré, parce que d'autres Etats membres ont prélevé des dollars pour \$263 millions au total (dont \$201 millions par le Canada). Les rachats de monnaies se sont élevés à \$514 millions, de sorte que le montant global des tirages pour le premier trimestre a représenté la contre-valeur de \$312 millions en chiffres nets.

Droits de tirage spéciaux. Au cours de la période passée sous revue, des progrès appréciables ont été réalisés vers la mise au point, dans le cadre du F.M.I., d'une facilité nouvelle sous forme de droits de tirage spéciaux (D.T.S.). A l'Assemblée générale de Rio de Janeiro, les Gouverneurs du F.M.I. avaient examiné et approuvé l'esquisse (fruit de quatre années de discussions au sein du Groupe des Dix et du F.M.I. lui-même) d'un plan de création de cette facilité. Les Gouverneurs avaient chargé les Administrateurs du F.M.I. d'établir, à partir de celle-ci, un document de caractère juridique englobant une série d'amendements aux statuts du F.M.I. qui devait leur être remis à la fin du mois de mars 1968. En fait, la rédaction a été terminée en avril, époque à laquelle le texte a été soumis à l'examen et à l'approbation des gouvernements des Etats membres. Peu de temps auparavant (mars 1968), les Ministres des Finances et les Gouverneurs des banques centrales des pays formant le Groupe des Dix s'étaient réunis à Stockholm pour régler un certain nombre de points en suspens au sujet du plan de création de D.T.S. Le gouvernement français a réservé sa position sur l'accord de compromis conclu à Stockholm, en partie parce qu'à son avis, le projet portant amendement des statuts du F.M.I. présente des divergences par rapport aux dispositions de l'esquisse ratifiée à Rio, en partie parce que les problèmes qu'il estime fondamentaux n'ont pas été abordés.

Du point de vue de leur gestion comptable et de leur but, les D.T.S., dont la création est envisagée, seront distincts, en principe, des droits de tirage ayant leur source dans la souscription des quotes-parts des Etats membres. Les droits de tirage ont actuellement pour but de permettre à des Etats membres d'obtenir des prêts à court ou à moyen terme (la plupart du temps de caractère conditionnel) et de leur venir en aide pour surmonter des difficultés de paiements. Les D.T.S., au contraire, seront répartis simultanément et uniformément entre tous les participants, en vue d'aider à couvrir les besoins à plus long terme de liquidités internationales supplémentaires du système mondial des paiements tout entier. Sur la proposition du Directeur Général du F.M.I., les décisions de procéder à des attributions de D.T.S. seront prises à la majorité de 85% au minimum du nombre total des droits de vote, et les attributions reçues par les divers pays seront proportionnelles à leurs quotes-parts au F.M.I.

Les Etats membres pourront utiliser la totalité de leurs D.T.S. de façon automatique pour faire face à des besoins de financement de leurs déficits extérieurs,

à condition toutefois (sous réserve des modifications qui pourront intervenir par la suite) que le montant net de ces utilisations ne dépasse pas, pendant les cinq premières années de fonctionnement du plan, 70% en moyenne du volume cumulé des attributions reçues. En d'autres termes, si pendant les trois premières années par exemple, un Etat membre engage 75% de ses allocations, il devra, au cours des deux années suivantes, reconstituer ses avoirs en D.T.S. dans une mesure suffisante pour porter leur volume moyen, pendant la période de cinq années tout entière, à 30% au minimum du montant cumulé des attributions reçues. Sauf exceptions, les transferts de D.T.S. ne pourront intervenir qu'en observant certaines recommandations du F.M.I. Cette disposition a pour but d'obtenir, avec le temps, une «répartition équilibrée» des avoirs entre les participants. A cet égard, le F.M.I. s'attachera – et ce sera la règle fondamentale – à orienter les mouvements de D.T.S. vers les pays dont les positions, au point de vue de leur balance des paiements et du volume brut des réserves, sont «suffisamment fortes». L'obligation faite aux Etats membres d'accepter des D.T.S. en provenance d'autres participants sera limitée au double de leurs attributions cumulées.

Le plan de création de D.T.S. comporte d'autres dispositions, dont on se limitera à mentionner les suivantes :

1. L'unité de valeur des D.T.S. sera égale au contenu actuel d'or fin du dollar. En d'autres termes, les positions «débitrices» et «créditrices» en D.T.S. (c'est-à-dire les avoirs d'un montant inférieur ou supérieur à celui des attributions cumulées) seront respectivement assimilées à des dettes remboursables et à des créances exigibles en or.

2. Les avoirs des différents pays au-delà de leurs allocations cumulées en D.T.S. seront rémunérés à un taux uniforme et modéré. Les pays dont les avoirs en D.T.S. atteindront un montant inférieur à celui de leurs attributions cumulées devront servir des intérêts sur la différence.

3. Le principe de la séparation entre les transactions auxquelles l'ouverture des facilités sous forme de D.T.S. donnera naissance et les opérations actuelles du F.M.I. comportera quelques exceptions. Les participants pourront, par exemple, utiliser les D.T.S. pour rembourser des tirages sur le F.M.I. et aussi pour acquitter les charges dont ces tirages sont grevés. De son côté, le F.M.I. pourra utiliser des D.T.S. pour reconstituer ses avoirs en les monnaies d'Etats membres, à condition toutefois que ces transactions n'aboutissent pas à porter les avoirs en D.T.S. desdits Etats membres au-dessus de leurs plafonds individuels.

Réforme du Fonds. Tout en adoptant l'esquisse du plan de création de D.T.S., les Gouverneurs du F.M.I. avaient, au moment de l'Assemblée de Rio, demandé

au Conseil de cet organisme d'examiner les possibilités d'apporter certaines améliorations aux règles et aux procédures régissant actuellement le fonctionnement du F.M.I. Ils avaient invité le Conseil à leur transmettre sur ce point les recommandations que ses membres se seraient mis d'accord pour formuler, ainsi que le texte complet du plan de création de D.T.S. Ces travaux ont été également terminés en avril 1968. Leurs résultats, qui se présentent sous forme d'une série de nouveaux amendements aux statuts du F.M.I., ont été transmis aux Gouverneurs, en même temps que le texte du projet de création de D.T.S. Parmi les principales suggestions du Conseil, en ce qui concerne la modification des règles et procédures du F.M.I., on signalera :

1. Relèvement à 85 % du total des droits de vote de la majorité nécessaire pour décider:
 - a) un relèvement généralisé des quotes-parts;
 - b) une modification des modalités de libération des souscriptions, au moment de relèvements généralisés des quotes-parts;
 - c) un changement uniforme des parités, et
 - d) dans l'hypothèse précédente, la dérogation au principe du maintien de la valeur-or des actifs du F.M.I.

2. Amélioration du régime des positions à l'intérieur des tranches-or et des super-tranches-or. L'accès des Etats membres à leurs tranches-or deviendra automatique aux termes de dispositions expresses. Les positions à l'intérieur de la super-tranche-or seront rémunérées par un intérêt dont le taux reste à fixer.

3. Modifications de la procédure d'appel en matière d'interprétation des statuts du F.M.I. par le Conseil. Un Comité permanent d'interprétation des statuts sera créé au sein du Conseil des Gouverneurs pour connaître des contestations qui pourront s'élever entre le F.M.I. et un Etat membre. Les décisions du Comité permanent auront un caractère obligatoire pour le F.M.I., à moins qu'elles ne soient rejetées par le Conseil des Gouverneurs à la majorité de 85 % de l'ensemble des droits de vote.

Réserves officielles et autres mouvements monétaires.

Réserves globales. Les réserves globales (montant brut des avoirs officiels en or et en devises, augmenté des positions créditrices envers le F.M.I.) se sont accrues de \$1.580 millions en 1967, soit \$200 millions environ de plus qu'en 1966. Le trait principal des mouvements, en 1967, a été la modification des composantes des réserves globales. Les encaisses-or ont fléchi de \$1.420 millions et les positions créditrices

envers le F.M.I. de \$580 millions; en même temps, le volume brut des réserves de devises s'est accru de \$3.580 millions. Cette expansion sans précédent a été notée, bien que la contre-valeur en dollars de la composante sterling (autre que celle formant la contrepartie de l'aide à court terme au Royaume-Uni) ait diminué, à la suite de la dévaluation de la livre.

L'accroissement du volume brut des réserves de change en 1967 s'explique, à concurrence de plus de 80% (soit \$3.080 millions), par des accumulations d'avoirs officiels en devises dans des pays membres du Groupe des Dix. En 1967, ces absorptions ont été beaucoup plus considérables que le total des six années précédentes. Elles ont eu leur source dans des transactions spéciales, revêtant en majorité la forme d'opérations de crédit à l'échelle internationale, destinées à financer les déficits de paiements des Etats-Unis et de la Grande-Bretagne. A cet égard, il est permis de mentionner les points suivants:

1. L'accroissement de \$1.810 millions des réserves de change des pays du Groupe des Dix, autres que la Grande-Bretagne et les Etats-Unis, comprend une augmentation de \$1,3 milliard de leurs avoirs en dollars détenus dans le cadre de swaps avec les autorités américaines et un renforcement de \$470 millions de leur portefeuille de valeurs non négociables du gouvernement des Etats-Unis.

2. La progression de \$1.025 millions des réserves de change des Etats-Unis comprend un accroissement de \$200 millions des avoirs en deutsche marks du Federal Reserve System, ayant principalement sa source dans des tirages swap effectués par la B.R.I., et un gonflement de \$545 millions des avoirs en sterling du Federal Reserve System, formant probablement la contrepartie de l'aide à court terme accordée à la Banque d'Angleterre. En outre, les avoirs en sterling du Trésor des Etats-Unis se sont accrus de \$400 millions environ.

3. Le renforcement de \$245 millions des réserves de change de la Grande-Bretagne comprend \$490 millions, provenant de la mobilisation du portefeuille de valeurs mobilières du Trésor; \$250 millions ont été empruntés à des banques centrales étrangères pour rembourser le F.M.I. en novembre 1967; le Royaume-Uni a, par ailleurs, obtenu un prêt d'un peu plus de \$100 millions auprès d'un groupe de banques suisses. Enfin, la Grande-Bretagne a bénéficié de l'aide à court terme d'autorités monétaires étrangères.

Ces chiffres montrent à quel point l'accroissement des réserves globales a reposé, en 1967, sur des transactions spéciales. En l'absence de ces opérations, la situation des paiements internationaux aurait été toute différente.

Calculées sur une base nette, les fluctuations des réserves globales devraient correspondre exactement aux modifications des réserves totales d'or des pays.

Fluctuations des réserves monétaires globales de différents pays.

Années et zones	Or	Devises	Positions envers le F.M.I.	Total brut	Total net*
	en millions de dollars E.U.				
Ensemble des pays					
1966	- 685	+ 1.365	+ 685	+ 1.365	+ 960
1967	- 1.420	+ 3.580	- 580	+ 1.580	- 1.690
Groupe des Dix					
1966	- 835	+ 900	+ 380	+ 445	+ 245
1967	- 1.740	+ 3.080	- 480	+ 860	- 2.005
Autres pays industrialisés					
1966	+ 300	- 140	+ 140	+ 300	+ 210
1967	- 20	+ 75	- 125	- 70	- 85
Pays moins développés					
1966	- 150	+ 605	+ 165	+ 620	+ 505
1967	+ 340	+ 425	+ 25	+ 790	+ 400
Groupe des Dix (sauf Etats-Unis et Royaume-Uni)					
1966	+ 60	- 60	+ 920	+ 920	+ 680
1967	+ 80	+ 1.810	- 575	+ 1.315	+ 1.355
Etats-Unis					
1966	- 570	+ 540	- 540	- 570	+ 225
1967	- 1.170	+ 1.025	+ 95	- 50	- 3.395
Royaume-Uni					
1966	- 325	+ 420	-	+ 95	- 660
1967	- 650	+ 245	-	- 405	+ 35

* Ce montant est égal aux chiffres bruts moins les engagements officiels envers des non-résidents (pour autant qu'ils sont disponibles) et les engagements envers le F.M.I.

Note: Le tableau montre qu'en 1966, les réserves globales nettes se sont accrues de \$960 millions, bien que les encaisses-or totales des pays aient diminué de \$685 millions. Cette discordance s'explique ainsi: a) le transfert de \$885 millions, aux réserves de la Grande-Bretagne, du produit de la mobilisation du portefeuille de valeurs en dollars du Trésor britannique, est intervenu en majeure partie en février 1966, mais il avait été comptabilisé dans les engagements officiels des Etats-Unis envers l'étranger en 1965; b) en 1966, des réserves officielles de dollars ont été placées sur le marché de l'Euro-dollar pour des montants considérables.

Sauf pour les encaisses-or, en effet, toutes les composantes des réserves d'une autorité monétaire ont leur contrepartie dans des engagements d'un même montant de quelque autre organisme monétaire officiel. En fait, d'après les renseignements statistiques dont on dispose, le volume net des réserves globales a fléchi, en 1967, de \$1.690 millions, soit \$270 millions environ de plus que la réduction des réserves d'or globales des pays étudiés. La raison principale de ce manque de concordance est la suivante: les réserves officielles de dollars placées sur le marché de l'Euro-dollar (dont le volume n'est pas compris dans les engagements officiels des Etats-Unis envers l'étranger) ont diminué en 1967. En laissant de côté leurs insuffisances, les statistiques montrent qu'en 1967 le montant net des réserves globales a fortement fléchi, en raison des ventes de métal effectuées par le pool de l'or sur le marché.

Les données chiffrées du premier trimestre de 1968 feront apparaître, au moment de leur publication, une évolution dans le même sens.

En ce qui concerne la répartition géographique des fluctuations des réserves globales nettes, on examinera ultérieurement, au cours du présent chapitre, les mouvements intervenus dans les pays membres du Groupe des Dix et dans quelques autres pays développés. Dans les régions moins avancées, les réserves totales nettes ont accusé une augmentation de \$400 millions en 1967, se décomposant en un accroissement de \$330 millions et de \$180 millions respectivement des encaisses-or et des avoirs officiels en devises, et une réduction de \$110 millions des positions nettes envers le F.M.I.

En Amérique latine, les réserves se sont accrues de \$300 millions. Le trait le plus caractéristique de ce mouvement a été un gain de \$385 millions par l'Argentine. Cette progression a suivi la dévaluation du peso, intervenue en mars 1967, dans le cadre d'un programme général de stabilisation appuyé par d'importants crédits étrangers. En revanche, le Brésil a subi une perte de \$175 millions. Dans le reste de l'Amérique latine, on a noté des gains de \$95 millions au Venezuela et de \$50 millions en Colombie. Au Moyen-Orient, les réserves globales nettes ont été renforcées de \$405 millions. L'Iran, Israël, la Jordanie, Koweït et l'Arabie Saoudite ont tous enregistré des gains allant de \$65 millions à \$85 millions. Les pays d'Asie, autres que ceux du Moyen-Orient, ont perdu \$90 millions. A l'intérieur de ce groupe, les réserves de la Corée se sont accrues de \$120 millions et celles de Taïwan et de la Thaïlande de \$100 millions et \$85 millions respectivement. Dans ces trois pays, la cause principale des gains de réserves doit être recherchée dans les dépenses engagées par les Etats-Unis à l'occasion du conflit vietnamien. En revanche, les réserves de la Malaisie ont fléchi de \$155 millions, la valeur en dollars des avoirs officiels en sterling de ce pays ayant été amputée par la dévaluation de la livre, et celles des Philippines ont diminué de \$95 millions. La Birmanie, Ceylan, l'Inde et le Pakistan ont fait état de pertes allant de \$35 millions à \$55 millions. Enfin, dans les pays d'Afrique, autres que ceux du Moyen-Orient, les réserves globales nettes ont diminué de \$215 millions. Celles du Nigeria et du Ghana ont fléchi de \$105 millions et de \$80 millions respectivement, et la Lybie a réalisé un gain de \$45 millions.

Etats-Unis. La situation de la balance des paiements des Etats-Unis, sur la base des transactions entre autorités monétaires et aussi sur la base des fluctuations de leur position de liquidité extérieure, s'est très considérablement aggravée en 1967. Toutefois, comme le financement du déséquilibre a revêtu presque exclusivement la forme d'une accumulation massive d'engagements envers l'étranger, le montant total des réserves officielles a très peu varié sur l'ensemble de l'année. Si le fléchissement des réserves a été limité à \$50 millions, des modifications de grande amplitude sont intervenues,

Etats-Unis: Mouvements monétaires avec l'étranger.

Postes	1966	Année entière	1967				1968 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars E. U. (+ = accroissement des avoirs, diminution des engagements)							
Réserves	- 570	- 50	- 1.025	+ 420	+ 375	+ 180	- 905
<i>dont:</i>							
Or	- 570	- 1.170	- 50	- 15	- 90	- 1.015	- 1.360
Avoirs en devises	+ 540	+ 1.025	- 1.005	+ 425	+ 460	+ 1.145	+ 400
Tranche-or au F. M. I.	- 540	+ 95	+ 30	+ 10	+ 5	+ 50	+ 55
Engagements envers des organismes officiels étrangers	+ 795	- 3.350	- 255	- 1.110	- 415	- 1.570	.
<i>dont:</i>							
Engagements liquides	+ 1.595	- 2.075	+ 80	- 550	- 280	- 1.325	+ 1.360
Engagements non liquides	- 800	- 1.275	- 335	- 560	- 135	- 245	.
Balance sur la base des transactions entre autorités monétaires	+ 225	- 3.400	- 1.280	- 690	- 40	- 1.390	.
<i>Moins</i>							
Engagements non liquides envers des autorités monétaires étrangères	- 800	- 1.275	- 335	- 560	- 135	- 245	.
Variation globale de la position liquide envers des autorités monétaires	+ 1.025	- 2.125	- 945	- 130	+ 95	- 1.145	.
<i>Plus</i>							
Engagements envers des particuliers non-résidents	- 2.385	- 1.450	+ 710	- 95	- 1.305	- 760	- 690
Balance calculée d'après les fluc- tuations de la position de liquidité	- 1.360	- 3.575	- 235	- 225	- 1.210	- 1.805	.

en revanche, dans leurs composantes. Les prélèvements sur l'encaisse-or ont atteint, en effet, \$1.170 millions, principalement en raison de ventes de métal effectuées par l'intermédiaire du pool de Londres. Au point de vue statistique, la diminution de l'encaisse a été pratiquement compensée en totalité par un accroissement de \$1.025 millions des avoirs officiels en devises convertibles, et par une amélioration de \$95 millions de la position des Etats-Unis envers le F.M.I. à l'intérieur de la tranche-or. Le gonflement des avoirs officiels en devises a reflété, dans une large mesure, une accumulation de sterling provenant de l'utilisation des facilités de swap octroyées à la Grande-Bretagne par la Banque de Réserve Fédérale de New York.

Le contraste entre 1966 et 1967 est particulièrement frappant quand on examine les fluctuations de la balance des paiements dressée sur la base des transactions entre autorités monétaires. En appliquant cette méthode, on constate, en effet, que le surplus peu important de \$225 millions en 1966 a fait place à un déficit de \$3.400 millions l'an dernier. Ce revirement reflète évidemment, en partie, l'aggravation de la situation des paiements. Il y a lieu toutefois de remarquer qu'en 1966, les résultats des transactions entre autorités monétaires avaient été exceptionnellement favorables. Le resserrement du crédit aux Etats-Unis avait provoqué un accroissement

de presque \$2,5 milliards de leurs engagements envers des détenteurs non-résidents (autres que des autorités monétaires). En 1967, le déséquilibre de la balance des paiements sur la base des transactions entre autorités a été presque entièrement financé par une augmentation de \$3.350 millions des engagements des Etats-Unis envers des organismes officiels étrangers. Les engagements liquides ont accusé une progression de \$2.075 millions, qui s'est produite, à concurrence des deux tiers environ, pendant le quatrième trimestre. Les réserves officielles de dollars des pays d'Europe se sont notablement accrues, des particuliers détenteurs d'avoirs en dollars ayant procédé à la conversion de ceux-ci en monnaie nationale et en or, à la suite de la dévaluation de la livre. D'autre part, les engagements non liquides envers des détenteurs officiels étrangers ont progressé de \$1.275 millions. Des organismes officiels ont investi \$1 milliard environ sous forme de dépôts en dollars à échéance éloignée ou de certificats de dépôt délivrés par des banques américaines, et accru de la contre-valeur de \$440 millions leur portefeuille de Bons Roosa.

Mesuré sur la base des liquidités, le déficit de paiements est passé de \$1.360 millions en 1966 à \$3.575 millions l'an dernier. Mis à part le gonflement de \$2.075 millions des engagements liquides envers des organismes officiels étrangers, il a été financé par une augmentation de \$1.450 millions des engagements envers des particuliers non-résidents.

La structure des mouvements monétaires des Etats-Unis avec l'étranger s'est sensiblement modifiée en 1967, dans une large mesure, en liaison avec les fluctuations de la position du sterling. Pendant le premier trimestre, les banques américaines ont restitué des fonds au marché de l'Euro-dollar, et il s'est produit un reflux considérable de capitaux vers Londres. Cette évolution a provoqué une réduction de \$710 millions des engagements envers des non-résidents autres que des autorités monétaires, et une chute de \$1.005 millions des avoirs officiels en devises, ce dernier mouvement comprenant le remboursement de tous les tirages effectués par la Grande-Bretagne sur les Etats-Unis dans le cadre de swaps. Au moment où la livre a subi une fois de plus des pressions pendant le deuxième trimestre, les avoirs officiels en devises des Etats-Unis se sont accrus de \$425 millions.

Au troisième trimestre, le déficit, sur la base des liquidités, a été considérable et il a été couvert par un accroissement de \$1.305 millions des balances dollars des particuliers non-résidents. Dans une large mesure, ce phénomène reflétait un mouvement hors du sterling; comme ce dernier a été financé en partie par de nouveaux tirages du Royaume-Uni sur les lignes de crédit swap, les avoirs officiels en devises des Etats-Unis ont augmenté de \$460 millions. Les données chiffrées du quatrième trimestre ont reflété les pressions exercées sur les deux monnaies de réserve et aussi la détérioration de

la balance des paiements. Les engagements officiels des Etats-Unis envers l'étranger se sont accrus de \$1.570 millions, en raison principalement des ventes de dollars effectuées par des détenteurs privés, après la dévaluation du sterling. Le volume total des avoirs en dollars des particuliers s'est néanmoins gonflé de \$760 millions, ce qui indique que les conversions de sterling ont revêtu plus d'ampleur que celles de dollars. La pression sur la livre a été intense juste avant le changement de la parité, et la Banque d'Angleterre a effectué de nouveaux tirages sur la ligne de crédit swap auprès du Système de Réserve Fédérale, ce qui explique, dans une large mesure, l'accroissement de \$1.145 millions des avoirs officiels en devises des Etats-Unis. A la suite de ce mouvement, les réserves monétaires se sont accrues de \$180 millions pendant le quatrième trimestre, malgré l'importance des pertes d'or.

On ne possède pas encore de renseignements détaillés sur les mouvements monétaires des Etats-Unis avec l'étranger au cours du premier trimestre de 1968. L'encaisse-or a fléchi de \$1.360 millions; les avoirs officiels en devises se sont accrus de \$400 millions, et la position créditrice envers le F.M.I. s'est élargie de \$55 millions.

L'augmentation des engagements liquides des Etats-Unis envers des organismes officiels étrangers a compris, l'an dernier, un accroissement de \$1,5 milliard des avoirs en dollars conservés par des autorités monétaires dans le cadre de leurs arrangements de swap avec les autorités des Etats-Unis. A la fin de 1966, les utilisations par les Etats-Unis des lignes de crédit ouvertes en leur faveur aux termes de ces arrangements se montaient à \$280 millions. En février 1967, tous ces tirages avaient été remboursés. A partir du mois de mai, les autorités américaines ont effectué de nouveaux prélèvements pour des sommes considérables. Vers la fin de 1967, ces utilisations atteignaient le chiffre record de \$1.790 millions, dont \$650 millions de tirages en francs suisses, \$500 millions en liras, \$350 millions en deutsche marks, \$170 millions en florins néerlandais et \$120 millions en francs belges. A l'exception des tirages effectués sur l'Italie, dont la balance des paiements a été fortement excédentaire pendant la seconde moitié de 1967, la plupart des utilisations ont eu pour but de faire face à un afflux massif de dollars vers les pays intéressés au moment de la crise du Moyen-Orient ou immédiatement après la dévaluation de la livre. Au début du mois de mars 1968, les tirages du Système de Réserve Fédérale sur le réseau ont été ramenés à \$555 millions.

En 1967 et au début de 1968, le réseau de swaps bâti par la Réserve Fédérale a été considérablement étoffé. De \$4,5 milliards au total à la fin de 1966, les ouvertures de crédits réciproques ont été portées, en cinq étapes, à la contre-valeur de presque \$9,4 milliards en mars 1968. Trois nouvelles banques centrales (Danemark, Mexique, Norvège) ont accepté de participer à ces arrangements, et le montant des

Arrangements de swap conclus par le Système de Réserve Fédérale.

Facilités accordées par:	Décembre 1966	Mars 1968
	en millions de dollars E. U.	
Allemagne fédérale	400	1.000
Autriche	100	100
Belgique	150	225
B. R. I.	400	1.600
Canada	500	1.000
Danemark	—	100
France	100	100
Italie	600	750
Japon	450	1.000
Mexique	—	130
Norvège	—	100
Pays-Bas	150	400
Royaume-Uni	1.350	2.000
Suède	100	250
Suisse	200	600
Total	4.500	9.355

lignes de crédit précédemment ouvertes de part et d'autre a été sensiblement accru (sauf dans le cas de la Banque Nationale d'Autriche et de la Banque de France).

Royaume-Uni. Les modifications de la position monétaire extérieure de la Grande-Bretagne, en 1967, reflètent principalement l'intensification des pressions sur la livre qui se sont accumulées jusqu'à la dévaluation de novembre. L'origine de ces pressions doit être recherchée principalement dans le déficit de la balance des paiements, qui s'est élevé à £320 millions, et dans un fléchissement massif des avoirs étrangers en sterling. On peut se faire une idée approximative de l'ordre de grandeur de ce fléchissement en tenant compte que le volume total net des balances sterling, non comprises celles de détenteurs officiels extérieurs à la zone sterling – dont les mouvements se sont très sensiblement ressentis de l'aide des banques centrales – ont accusé un fléchissement de £295 millions d'une année à l'autre.

Les besoins de financement officiels ont donc été, comme en 1966, beaucoup plus étendus que le déficit de la balance générale des paiements. En ce qui concerne les modalités de financement utilisées par les autorités, les réserves, exprimées en sterling, ont diminué de £190 millions, à la suite notamment de l'utilisation d'une somme de £205 millions représentant le produit de la mobilisation du portefeuille de valeurs du Trésor libellées en dollars; les engagements envers le F.M.I. ont été réduits de £320 millions. Les engagements officiels en monnaies étrangères se sont accrus de £180 millions. Au total, ces trois postes font ressortir une perte de £50 millions. Le solde des besoins de financement officiels a été couvert par l'aide d'un groupe de banques centrales sous une forme provoquant un accroissement

Royaume-Uni: Mouvements monétaires avec l'étranger.

Postes	1966	Année entière	1er trimestre	1967		
	en millions de livres sterling (+ = accroissement des avoirs, diminution des engagements)					
			2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
Avoirs officiels	- 280	- 190	+ 55	- 150	- 35	- 60
<i>dont:</i>						
<i>Réserves monétaires</i>	+ 35	+ 15	+ 55	- 150	- 35	+ 145
<i>Utilisation du portefeuille de valeurs libellées en dollars</i>	- 315	- 205	-	-	-	- 205
Position envers le F.M.I.	+ 5	+ 320	+ 20	+ 165	+ 5	+ 130
Engagements officiels du Royaume-Uni en monnaies étrangères	- 15	- 180	+ 15	-	-	- 195
Engagements en livres (chiffres nets) envers des autorités monétaires non-membres de la zone sterling	- 295	- 580	+ 440	- 55	- 430	- 535
Autres engagements en livres (chiffres nets)	+ 160	+ 295	- 205	+ 90	+ 225	+ 185
<i>dont:</i>						
<i>Engagements envers des détenteurs résidant dans la zone sterling</i>	+ 5	+ 150	- 80	+ 115	+ 65	+ 50
<i>Engagements envers des particuliers ne résidant pas dans la zone sterling</i>	+ 170	+ 125	- 135	- 30	+ 150	+ 140
<i>Engagements envers des organisations internationales</i>	- 15	+ 20	+ 10	+ 5	+ 10	- 5
Engagements en devises des banques du Royaume-Uni (chiffres nets)	+ 160	- 15	- 140	+ 20	+ 30	+ 75
Engagements en monnaies (chiffres nets) de pays d'outre-mer membres de la zone sterling	+ 45	- 25	- 10	- 15	+ 25	- 25
Mouvements de capitaux divers	+ 75	- 45	- 10	- 40	- 20	+ 25
Ajustements de change*	-	+ 100	-	-	-	+ 100
Total général	- 145	- 320	+ 165	+ 15	- 200	- 300

* Ce poste comprend le montant total net des écritures de redressement ayant leur source dans la réévaluation, en termes de sterling, d'avoirs officiels de caractère monétaire ou bancaire et d'engagements libellés en or et en devises étrangères, ainsi que de la contre-valeur en sterling de tirages sur des lignes de crédit ouvertes par des banques centrales; il tient également compte du fait que les engagements de livraison à terme de monnaies étrangères contractés par le Fonds d'Egalisation des Changes avant la dévaluation sont enregistrés comme ayant été dénoués, à l'échéance, sur la base de la nouvelle parité.

de £580 millions pendant l'année des avoirs officiels en livres de pays ne faisant pas partie de la zone sterling. A signaler, toutefois, que ce dernier montant comprend non seulement l'accroissement net de l'aide étrangère ayant donné lieu à la constitution d'une contrepartie en sterling (y compris le rajustement de cette contrepartie à la suite de la modification de la parité de la livre), mais également les mouvements survenus dans d'autres avoirs officiels en livres détenus par des pays non-membres de la zone sterling.

L'année 1967 se divise approximativement en deux phases principales. Au cours de la première période, qui couvre presque entièrement le premier semestre, la position monétaire de la Grande-Bretagne envers l'étranger s'est sensiblement améliorée; rien qu'au premier trimestre, on a noté un excédent de paiements de £165 millions, un afflux de fonds de £140 millions en provenance du marché des

Euro-monnaies et une augmentation de £205 millions du montant total net des avoirs étrangers en livres, non compris ceux d'autorités monétaires de pays non-membres de la zone sterling. Aussi, la Grande-Bretagne a-t-elle pu, non seulement rembourser la totalité des tirages à court terme sur les lignes de crédit ouvertes par des banques centrales (à l'exception d'un faible montant prélevé dans le cadre de l'arrangement collectif de Bâle conclu en juin 1966 en liaison avec des fluctuations des balances sterling) mais encore renforcer ses réserves de £55 millions.

Ces mouvements favorables se sont poursuivis, tout en perdant de leur intensité, pendant une bonne partie du deuxième trimestre de 1967. En dépit du renversement prononcé de la tendance à partir de la fin mai, la balance globale des paiements a encore fait apparaître un léger excédent (£15 millions) au cours du deuxième trimestre. Toutefois, à la suite de la réduction de £90 millions de l'ensemble des balances sterling de titulaires autres que les autorités monétaires de pays non-membres de la zone sterling, il a fallu, pendant l'ensemble du trimestre considéré, procéder à quelques financements officiels. Du côté des engagements, l'encours envers le F.M.I. a été réduit de £165 millions, du fait principalement d'un remboursement de £145 millions en mai; de plus, les autorités britanniques ont procédé à un remboursement de £28 millions sur un crédit accordé par la Suisse au moment du tirage sur le Fonds de 1964. En même temps, il s'est produit toutefois un fléchissement de £150 millions des réserves et une légère augmentation de l'aide étrangère à court terme. Il a été, en outre, procédé au remboursement des tirages sur les lignes de crédit ouvertes dans le cadre de l'arrangement de Bâle de juin 1966; ces prélèvements ont toutefois été plus que compensés par de nouveaux tirages de £80 millions sur les facilités de swap accordées par le Système de Réserve Fédérale.

A partir du milieu de l'année, la situation s'est progressivement détériorée. Au déficit de paiements de £200 millions, au cours du troisième trimestre, sont venues s'ajouter, d'une part, une nouvelle baisse (£225 millions) du montant global net des balances sterling autres que celles détenues par des autorités monétaires de pays non-membres de la zone sterling, d'autre part, quelques sorties de fonds de Londres vers le marché des Euro-monnaies. L'entrée en jeu de facteurs défavorables de caractère saisonnier explique en partie l'ampleur du déficit global et du fléchissement des balances sterling au cours de ces trois mois. Cependant, la réduction des avoirs étrangers en livres a été due également aux répercussions du mouvement de sorties amorcé au moment de la crise du Moyen-Orient. Les autorités monétaires britanniques ont eu principalement recours à une aide à court terme pour couvrir leurs besoins de financement, d'où une progression de £430 millions des engagements en livres envers des organismes monétaires de pays extérieurs à la zone sterling. Au cours de ce même trimestre, les réserves ont diminué de £35 millions.

Les statistiques de la position monétaire envers l'étranger au quatrième trimestre de 1967 se sont évidemment ressenties de la dévaluation. En particulier, les avoirs et les engagements en monnaies autres que le sterling ont été réévalués en termes de sterling et la contre-valeur en livres des tirages sur les facilités accordées par des banques centrales a augmenté par suite du changement de parité. Ces ajustements, et aussi le fait que la liquidation d'engagements de livraisons de devises à terme, contractés avant la dévaluation, a été comptabilisée sur la base de la nouvelle parité, expliquent pourquoi le déficit de la balance des mouvements monétaires a été réduit de £100 millions au cours du trimestre considéré. En dépit de ces rectifications, le déficit global a atteint £300 millions, soit un niveau nettement supérieur à celui du trimestre précédent. Les charges de financement supportées par les autorités monétaires britanniques ont été sensiblement plus élevées que ces chiffres; en effet, le montant total des balances sterling, autres que celles des autorités monétaires extérieures à la zone sterling, a accusé un nouveau fléchissement de £185 millions, soit une réduction totale de £500 millions depuis la fin du premier trimestre, et il s'est produit, en outre, des sorties de fonds de £75 millions par l'intermédiaire du marché des Euro-monnaies.

Les autorités monétaires britanniques ont utilisé diverses méthodes pour couvrir leurs besoins de financement pendant le trimestre considéré. Elles ont d'abord eu recours à un prélèvement sur les réserves monétaires qui, en dépit d'une réévaluation en termes de livres à la suite de la dévaluation, ont baissé de £60 millions en raison principalement de l'utilisation du reliquat des £205 millions du produit de la mobilisation de valeurs en dollars du Trésor. D'autre part, les engagements officiels libellés en monnaies étrangères ont marqué une progression de £195 millions, se décomposant en un prêt de FS 450 millions accordé par trois banques commerciales suisses, des dépôts de \$125 millions reçus aux termes de facilités de crédit de banques centrales étrangères et un prêt de \$250 millions de banques centrales par l'intermédiaire de la B.R.I. Ce dernier concours, qui a servi à rembourser les prélèvements effectués par la Grande-Bretagne sur les lignes de crédit ouvertes par le Fonds en 1964, explique en majeure partie la réduction de £130 millions du montant total de la dette envers le Fonds. Le troisième élément du financement officiel a consisté en un nouveau recours à des facilités de crédit de banque centrale à banque centrale, d'où un accroissement concomitant des avoirs officiels en sterling des pays extérieurs à la zone sterling. Le volume de ces avoirs a marqué une vive progression (£535 millions) au cours du trimestre considéré. Il convient, toutefois, de tenir compte que cette augmentation comprend la réévaluation des avoirs qui formaient, au moment de la dévaluation, la contrepartie de l'aide accordée à la Grande-Bretagne.

L'évolution des échanges commerciaux avec l'étranger laisse prévoir un déficit de paiements fort élevé au premier trimestre de 1968. De plus, la livre a été soumise à de fortes pressions pendant la crise de l'or du mois de mars. On ne possède pas encore de renseignements détaillés sur les mouvements monétaires au premier trimestre de 1968. Les réserves n'ont accusé qu'une faible variation (renforcement de £11 millions); ce sont les engagements nets en sterling envers l'étranger qui ont marqué la progression la plus forte (£350 millions). Sur ce montant, £245 millions sont venus renforcer les avoirs de pays extérieurs à la zone sterling et forment probablement, dans une large mesure, la contrepartie de l'aide accordée par l'étranger.

Pays continentaux d'Europe occidentale. En raison principalement du ralentissement de l'activité économique, l'excédent global de paiements des pays continentaux d'Europe occidentale (en considérant que les fluctuations des positions nettes des banques suisses envers l'étranger, sur lesquelles on ne possède pas de renseignements pour 1966, font partie des mouvements de capitaux) a augmenté de \$1,1 milliard à \$1,9 milliard de 1966 à 1967. Ces chiffres aboutissent pourtant à exagérer l'étendue des modifications intervenues d'une année à l'autre, étant donné que les pays considérés n'ont pas effectué en 1967 de remboursements anticipés de dettes envers les Etats-Unis, comme ils l'ont fait une année auparavant (pour un montant de \$400 millions). Le redressement le plus significatif concerne la balance des paiements de l'Allemagne fédérale dont l'excédent a progressé de \$450 millions à \$900 millions de 1966 à 1967. On a noté, par ailleurs, une amélioration sensible des balances des paiements de l'Autriche, de la Belgique, de la Norvège et, dans une moindre mesure, des Pays-Bas. La France, de son côté, n'a plus enregistré de surplus l'an dernier et celui de l'Italie a sensiblement fléchi.

Le changement de climat économique dans un certain nombre de pays d'Europe continentale a engendré une détente sur le marché monétaire. On ne saurait s'étonner, dans ces conditions, qu'une partie des excédents extérieurs de ces pays ait été financée par des sorties de ressources bancaires. En fait, les engagements nets envers l'étranger des banques commerciales de ces pays (à l'exclusion de la Suisse) ont marqué une baisse beaucoup plus prononcée en 1967 qu'une année auparavant (\$430 millions contre \$105 millions). Rien qu'en Allemagne fédérale, les exportations de fonds par les banques se sont élevées à \$805 millions et ont permis de financer l'excédent global à raison de près de 90%. En revanche, les banques italiennes ont réduit, pour la première fois depuis 1963, leur position nette envers l'étranger (à concurrence de \$180 millions). En l'absence de la crise monétaire internationale au cours du dernier trimestre de 1967, les fluctuations de la position nette envers l'étranger de l'ensemble des banques des pays d'Europe continentale

**Pays d'Europe continentale, Canada et Japon:
Positions monétaires extérieures.**

Pays	Fin d'année	Or et devises étrangères (position nette)	Position nette envers le F.M.I. et les Accords Généraux d'Emprunt	Total net des réserves monétaires officielles	Position nette des banques commerciales	Total net des avoirs à l'étranger	Modifications (+ = augmentation des avoirs, diminution des engagements)	
							Avoirs officiels	Banques commerciales
en millions de dollars E.U.								
Allemagne fédérale	1966	7.240	1.255	8.495	— 580	7.915	+ 350	+ 100
	1967	7.540	1.050	8.590	225	8.815	+ 95	+ 805
Autriche	1966	1.225	100	1.325	— 145	1.180	+ 20	— 85
	1967	1.365	115	1.480	— 95	1.385	+ 155	+ 50
Belgique	1966	2.120	370	2.490	— 705	1.785	+ 35	— 145
	1967	2.410	330	2.740	— 780	1.960	+ 250	— 75
Danemark	1966	510	70	580	— 25	555	+ 10	+ 20
	1967	440	60	500	— 10	490	— 80	+ 15
Espagne	1966	1.040	165	1.205	—	1.205	— 205	—
	1967	1.050	—	1.050	—	1.050	— 155	—
Finlande	1966	140	30	170	— 90	80	— 120	— 25
	1967	170	— 65	105	— 105	—	— 65	— 15
France	1966	5.655	985	6.640	— 155	6.485	+ 385	— 45
	1967	6.090	885	6.975	— 525	6.450	+ 335	— 370
Grèce	1966	250	25	275	5	280	+ 25	—
	1967	260	25	285	10	295	+ 10	+ 5
Irlande	1966	490	—	490	240	730	+ 85	— 10
	1967	425	10	435	315	750	— 55	+ 75
Islande	1966	50	5	55	— 10	45	+ 5	— 5
	1967	25	—	25	— 10	15	— 30	—
Italie	1966	4.235	895	5.120	195	5.315	+ 170	+ 390
	1967	4.830	845	5.675	15	5.690	+ 555	— 180
Norvège	1966	480	45	525	— 40	485	+ 55	— 50
	1967	610	50	660	— 10	650	+ 135	+ 30
Pays-Bas	1966	2.030	415	2.445	— 45	2.400	+ 40	— 80
	1967	2.260	355	2.615	— 155	2.460	+ 170	— 110
Portugal	1966	1.100	20	1.120	110	1.230	+ 115	—
	1967	1.240	20	1.260	145	1.405	+ 140	+ 35
Suède	1966	845	165	1.010	135	1.145	+ 55	+ 40
	1967	680	140	820	300	1.120	— 190	+ 165
Suisse	1966	3.685	—	3.685	45	3.730	— 15	—
	1967	3.860	—	3.860	— 15	3.845	+ 175	— 60
Turquie	1966	25	— 20	5	—	—	— 35	—
	1967	40	— 20	20	—	—	+ 15	—
Total	1966	31.120	4.515	35.635	— 1.065 ¹	34.565 ¹	+ 975	+ 105 ²
	1967	33.295	3.800	37.095	— 695 ¹	36.380 ¹	+ 1.460	+ 370 ¹
Canada	1966	2.230	450	2.680	355	3.035	— 280	+ 425
	1967	2.275	435	2.710	675	3.385	+ 30	+ 320
Japon	1966	1.735	320	2.055	— 515	1.540	— 65	+ 385
	1967	1.760	240	2.000	— 1.030	970	— 55	— 515

¹ Seize pays. ² Quinze pays.

Remarque: Pour les pays du Groupe des Dix et pour la Suisse, les chiffres relatifs aux réserves monétaires officielles sont ceux qui servent de base à la procédure de surveillance multilatérale. Dans la plupart des cas, ils ne correspondent pas exactement aux chiffres publiés sur les réserves.

auraient revêtu une amplitude beaucoup plus considérable. Les tensions qui s'étaient alors manifestées se sont en effet traduites par des afflux massifs de capitaux dans certains pays, par l'intermédiaire des systèmes bancaires. Les avoirs nets des banques commerciales suisses à l'étranger ont baissé de \$500 millions, et les engagements nets des banques françaises se sont accrus de plus de \$400 millions pendant le dernier trimestre de 1967. D'autre part, si des arrangements spéciaux de swap n'avaient pas été conclus entre la Deutsche Bundesbank et les banques commerciales allemandes, l'afflux net qui serait intervenu en fin d'année par l'intermédiaire du système bancaire aurait été sensiblement plus étendu.

La crise monétaire internationale de novembre-décembre 1967 a donc puissamment contribué à faire progresser l'ensemble des avoirs monétaires officiels des pays du continent européen de 50% de plus qu'en 1966. L'accroissement total de \$1.460 millions enregistré en 1967 se décompose en un renforcement de \$2.175 millions des réserves d'or et de devises et un fléchissement de \$715 millions des positions nettes envers le F.M.I. et au titre des Accords Généraux d'Emprunt. La situation s'est donc sensiblement modifiée en 1967 par rapport à l'année précédente, où la progression des avoirs monétaires officiels était due, à concurrence de près de 90%, à une amélioration des positions nettes envers le F.M.I. et au titre des Accords Généraux d'Emprunt. A l'origine des fléchissements survenus, l'an dernier, dans les positions créditrices des pays d'Europe continentale envers le Fonds Monétaire, il y a lieu de relever principalement le remboursement de \$575 millions au total effectué par la Grande-Bretagne au F.M.I. en les monnaies de ces pays.

L'évolution des mouvements monétaires officiels des pays d'Europe continentale en 1967 a été marquée par un accroissement de \$2.050 millions de leurs avoirs officiels en devises: cette progression s'explique presque entièrement par le renforcement prononcé des réserves de change de chacun des pays du Marché Commun. Le développement des avoirs officiels en devises de l'ensemble des pays d'Europe continentale a son origine dans une augmentation de \$1.290 millions des avoirs en dollars détenus dans le cadre de swaps avec les autorités des Etats-Unis et dans un renforcement de \$270 millions du portefeuille de valeurs non négociables, libellées en monnaies européennes, du gouvernement des Etats-Unis. L'encaisse-or des pays continentaux s'est donc accrue de \$125 millions en cours d'année. Les facteurs qui sont à l'origine de ce mouvement ont déjà été décrits aux pages 153 et 154.

On ne possède pas encore de renseignements détaillés et complets sur les mouvements monétaires extérieurs des pays d'Europe continentale au cours du premier trimestre de 1968. Toutefois, le montant global net des avoirs officiels a fléchi de \$500 millions. Par suite de la crise de l'or, les encaisses-or ont baissé de \$965 millions et les réserves de change ont augmenté de \$145 millions, contrairement

à la tendance saisonnière normale. Par ailleurs, ces pays ont renforcé leurs positions nettes au F.M.I. de \$320 millions, du fait principalement des tirages effectués par le Canada et les Etats-Unis.

Allemagne fédérale. Parmi les pays d'Europe continentale, l'Allemagne fédérale a enregistré, et de loin, l'excédent de paiements le plus élevé en 1967; en dépit d'un déficit de \$225 millions au quatrième trimestre, la balance des paiements a, en effet, accusé un surplus de \$900 millions pour l'ensemble de l'année, soit exactement le double de celui de l'année précédente. Le financement de cet excédent a été assuré, pour l'essentiel, sous forme d'exportations de capitaux par les banques (\$805 millions au total), de sorte que les avoirs monétaires officiels se sont accrus de \$95 millions seulement en chiffres nets. Dans les transactions entre autorités, l'encaisse-or a été réduite de \$65 millions représentant la contribution de l'Allemagne aux ventes du pool de Londres; la position envers le F.M.I. et au titre des Accords Généraux d'Emprunt a diminué au cours de l'année, de \$205 millions, à la suite principalement des remboursements effectués par le Royaume-Uni au Fonds Monétaire; les avoirs officiels en devises se sont accrus de \$145 millions et les autres avoirs monétaires officiels de \$220 millions en chiffres nets. Ce dernier chiffre tient compte des achats de Bons Roosa libellés en deutsche marks effectués pour l'équivalent de \$250 millions par la République fédérale, dans le cadre de l'accord conclu avec le gouvernement américain sur la compensation du coût en devises du stationnement des troupes américaines en Allemagne fédérale.

Les fluctuations de la position des banques commerciales allemandes envers l'étranger, en 1967, présentent plusieurs caractéristiques intéressantes. Au cours des neuf premiers mois, les sorties nettes de fonds se sont élevées à \$1.110 millions, dont \$820 millions pendant le premier trimestre. Le trait le plus frappant des exportations de fonds par les banques au cours de la période janvier-septembre 1967 a été

Allemagne fédérale: Variations de la position des banques envers l'étranger

Postes	1967			1968
	Année entière	Janvier-Septembre	Octobre-Décembre	Janvier-Mars
	en millions de dollars E. U. (+ augmentation des avoirs, diminution des engagements)			
Avoirs	+ 1.100	+ 1.025	+ 75	+ 435
en monnaie nationale	+ 465	+ 570	- 105	+ 275
en monnaies étrangères	+ 635	+ 455	+ 180	+ 160
Engagements	- 295	+ 85	- 380	+ 25
en monnaie nationale	- 335	+ 30	- 365	+ 25
en monnaies étrangères	+ 40	+ 55	- 15	-
Position totale nette	+ 805	+ 1.110	- 305	+ 460

l'importance considérable de la composante deutsche mark par rapport à ce total. Au deuxième et troisième trimestres, les avoirs en devises des banques ne se sont accrus que de \$75 millions, tandis que leurs créances en deutsche marks sur des non-résidents ont progressé de \$410 millions. Cette progression a revêtu en partie la forme d'octrois de crédits en deutsche marks à des clients étrangers, dont on pouvait d'ailleurs prévoir l'expansion à un moment où les surplus extérieurs atteignaient un montant fort élevé. Mais les banques ont placé, en outre, pendant la période considérée, des volumes substantiels de fonds auprès de banques étrangères, à la suite notamment de la décision prise par la Bundesbank, au début de juillet, d'élargir l'écart entre son cours acheteur et son cours vendeur du dollar. Les banques ont donc été obligées de se couvrir contre le risque de change lorsqu'elles exportaient des capitaux sous forme de dollars, ce qui a provoqué une augmentation du coût de la couverture à terme et une baisse correspondante du rendement net de leurs placements de dollars à l'étranger. Aussi les établissements bancaires allemands, dont les créances en deutsche marks sur les non-résidents se sont accrues, pour le seul mois de juillet, de \$210 millions, ont-ils commencé à exporter leurs ressources sous forme de deutsche marks au lieu de dollars.

Au cours du dernier trimestre de 1967, il s'est produit, comme d'habitude, un afflux de fonds par l'intermédiaire des banques. Si, au cours des années précédentes, ces entrées revêtaient la forme de rapatriements de capitaux placés à l'étranger, en 1967, au contraire, elles ont été imputables à une augmentation de \$380 millions des engagements des banques envers l'étranger, dont \$365 millions d'engagements en deutsche marks envers des non-résidents. La raison de cette hausse subite des avoirs étrangers en deutsche marks est à rechercher, à n'en pas douter, dans les perturbations survenues à ce moment sur la scène monétaire internationale. De même, la progression de \$180 millions des avoirs en devises des banques, au cours du quatrième trimestre de 1967, n'est pas conforme à l'évolution habituelle des mouvements monétaires en cette période de l'année. La Bundesbank a, en effet, octroyé des facilités spéciales de swap, à partir de la fin novembre, aux banques allemandes, pour leur permettre de contrecarrer les effets de la liquidation massive de leurs avoirs en dollars à laquelle elles avaient procédé au début du mois. Au total, la Bundesbank a vendu, dans cette monnaie, un montant net de \$630 millions aux banques dans le cadre de ces accords spéciaux de swap au cours du trimestre considéré.

Après un déficit temporaire au cours du dernier trimestre de 1967, la balance des paiements de l'Allemagne fédérale a fait ressortir un excédent de \$845 millions au premier trimestre de 1968, soit un chiffre presque aussi élevé que celui du trimestre correspondant de 1967. Les avoirs monétaires officiels se sont accrus de \$385 millions, en dépit d'une baisse de \$255 millions de l'encaisse-or, provoquée par

l'agitation sur le marché de l'or qui a abouti à l'abandon des arrangements du pool de Londres. Les réserves en devises se sont renforcées de \$430 millions. La position de l'Allemagne fédérale au Fonds Monétaire à l'intérieur de la tranche-or s'est également renforcée à concurrence de l'équivalent de \$80 millions, tandis que le poste «Autres avoirs officiels» a marqué une progression de \$130 millions, y compris l'achat de Bons Roosa pour \$125 millions. La position nette des banques envers l'étranger s'est améliorée de \$460 millions, au cours du premier trimestre de 1968, à la suite presque exclusivement d'un accroissement de leurs avoirs bruts. Après avoir fléchi à \$420 millions à la fin de février, le volume des transactions spéciales de swap en cours entre la Bundesbank et les banques commerciales a augmenté de \$440 millions au cours du mois de mars.

L'accroissement le plus marqué des réserves monétaires des pays d'Europe continentale a été enregistré dans des pays — tels l'Italie, la Belgique, les Pays-Bas et la Suisse — où, contrairement à ce qui s'est passé en Allemagne fédérale, des entrées de fonds par l'intermédiaire des banques sont venues se combiner avec l'excédent de paiements.

Italie. L'excédent global de la balance des paiements a atteint \$375 millions et le volume net des avoirs des banques italiennes à l'étranger a fléchi de \$180 millions. Les avoirs monétaires officiels ont ainsi accusé une progression de \$555 millions. Les mouvements des réserves monétaires officielles ont présenté les mêmes caractéristiques qu'en Allemagne fédérale: légère baisse de l'encaisse-or (\$15 millions seulement) à la suite de l'achat d'or (\$85 millions) effectué par l'Italie auprès du Trésor américain à la fin de l'année, et fléchissement de la position envers le F.M.I. et au titre des Accords Généraux d'Emprunt (\$40 millions). Les réserves en devises et les autres réserves monétaires officielles ont marqué une augmentation de \$610 millions à la suite notamment de l'accroissement de \$485 millions du volume des dollars détenus dans le cadre de swaps avec le Système de Réserve Fédérale.

La structure de la balance des paiements et des méthodes de financement s'est complètement modifiée entre le premier et le deuxième semestres de 1967. Au cours des six premiers mois, on a enregistré un déficit global de \$205 millions, dont le financement a été assuré largement par une réduction de \$250 millions des avoirs nets des banques à l'étranger. Dans la deuxième moitié de 1967, en revanche, la balance des paiements a fait apparaître un excédent considérable (\$580 millions), en raison uniquement de l'entrée en jeu de facteurs saisonniers favorables pendant le troisième trimestre. L'accroissement de \$70 millions des avoirs à l'étranger des banques était faible en regard des \$510 millions qui ont dû être financés par les autorités. La presque totalité de l'afflux de dollars vers les réserves a été absorbée

par des tirages effectués par la Réserve Fédérale pour un montant total de \$500 millions sur ses facilités de swap auprès de la Banque d'Italie.

La balance globale des paiements de l'Italie a fait apparaître un déficit de \$175 millions pendant le premier trimestre de 1968. Les réserves en or et en devises ont fléchi de \$210 millions, du fait principalement d'une réduction du swap avec la Réserve Fédérale; quant à la position nette au F.M.I., elle s'est renforcée de \$50 millions.

Belgique. En 1967, la balance des paiements a fait apparaître un excédent global de \$175 millions, et les réserves monétaires officielles ont progressé de \$250 millions, la différence représentant un accroissement de \$75 millions des engagements nets des banques envers l'étranger. La structure des modifications des avoirs monétaires officiels a été identique à celle de l'Allemagne fédérale et de l'Italie: fléchissement de l'encaisse-or (\$45 millions) et de la position envers le F.M.I. et au titre des Accords Généraux d'Emprunt (\$40 millions), augmentation des autres avoirs (\$335 millions). Ce dernier chiffre englobe une augmentation de \$105 millions des avoirs officiels en dollars détenus au terme de l'arrangement de swap avec la Réserve Fédérale, ainsi que des achats nets de Bons Roosa pour \$30 millions.

Au premier trimestre de 1968, le déficit global s'est élevé à \$60 millions et les avoirs officiels ont marqué une baisse de \$70 millions en chiffres nets. L'encaisse-or a fléchi de \$60 millions et la Banque Nationale a allégé de \$55 millions son portefeuille d'acceptations représentatives de ventes à l'étranger, alors qu'elle l'avait renforcé de \$100 millions au dernier trimestre de 1967. On a noté par ailleurs un élargissement de \$30 millions de la position nette au F.M.I.

Pays-Bas. Alors qu'en Italie et en Belgique les surplus de paiements ont formé, en 1967, la contrepartie la plus importante de l'accroissement des réserves monétaires, le facteur principal a été, aux Pays-Bas, l'augmentation des engagements nets des banques envers l'étranger. Ces engagements se sont accrus de \$110 millions et, compte tenu d'un excédent global de \$60 millions, les avoirs monétaires officiels ont progressé de \$170 millions. Pour l'ensemble de l'année, les mouvements monétaires officiels ont présenté les mêmes caractéristiques que celles notées dans certains autres pays d'Europe continentale, et cela pour les mêmes raisons: baisse de l'encaisse-or (\$20 millions), fléchissement de la position envers le F.M.I. et au titre des Accords Généraux d'Emprunt (\$60 millions), accroissement des réserves en devises (\$250 millions).

Au premier semestre de 1967, le financement du déficit de paiements (\$130 millions) a été largement assuré par un accroissement de \$160 millions des

engagements nets des banques envers l'étranger. Les réserves en devises ont d'abord diminué au premier trimestre de \$50 millions, puis elles ont marqué une progression de \$100 millions au cours des trois mois suivants. Au second semestre, la balance des paiements a de nouveau enregistré un excédent et pendant le troisième trimestre celui-ci a été presque entièrement financé par une réduction de \$70 millions des engagements nets des banques envers l'étranger. L'excédent de paiements de \$115 millions, noté au dernier trimestre, a été accompagné d'un renforcement de \$180 millions des réserves en devises, mais l'encaisse-or et la position nette au F.M.I. ont fléchi. A la fin de l'année, les réserves de change de la Nederlandsche Bank comprenaient un montant de \$296 millions détenus au terme de swaps avec les autorités américaines dont \$170 millions avec la Réserve Fédérale et \$126 millions avec le Trésor américain.

Au premier trimestre de 1968, les Pays-Bas ont enregistré un déficit global de paiements de \$35 millions. Etant donné que les banques ont réduit leurs engagements nets envers l'étranger de \$25 millions, les avoirs monétaires officiels ont marqué un fléchissement de \$60 millions. La structure des mouvements monétaires officiels a subi des modifications sensibles au cours de ce trimestre. Les réserves de premier rang (or et devises convertibles) ont baissé de \$270 millions, la diminution de l'encaisse-or se chiffrant à \$55 millions; d'un autre côté, la position nette envers le F.M.I. s'est accrue de \$125 millions et les autres réserves officielles de \$85 millions (en chiffres nets); ce dernier montant comprend l'achat de Bons Roosa, libellés en florins, pour l'équivalent de \$65 millions.

Suisse. Les avoirs monétaires officiels ont enregistré un gain de \$175 millions en chiffres nets, résultant d'un excédent de \$115 millions de la balance générale des paiements et d'une réduction de \$60 millions de la position nette des banques commerciales envers l'étranger. L'encaisse-or s'est renforcée de \$250 millions du fait d'opérations de swaps avec la B.R.I., tandis que les autres réserves ont fléchi de \$75 millions. Cependant, les chiffres de fin d'année masquent comme d'habitude des changements considérables apportés pendant l'année à la structure des mouvements monétaires par les opérations de présentation des bilans effectuées périodiquement par les banques suisses; en 1967, l'agitation sur le marché des changes a encore amplifié ces fluctuations.

Le dénouement, en janvier, des opérations de fin d'année, bien que partiellement compensé par de nouveaux swaps, à cheval sur la fin de mars, conclus entre la banque centrale et les banques commerciales, a été l'élément dominant du premier trimestre, et la position créditrice nette des banques commerciales s'est améliorée de \$305 millions, tandis que les réserves officielles perdaient \$225 millions. L'arrivée à échéance, en avril, des swaps conclus en mars a donné lieu à de

nouvelles sorties importantes de fonds canalisés par les banques, mais l'évolution des taux d'intérêt a amené, en mai, un renversement de sens; cette nouvelle orientation s'est confirmée avec les événements de juin au Moyent-Orient, survenus juste avant la poussée semestrielle (normale à cette époque de l'année) des demandes de liquidités en francs suisses. Sur l'ensemble du trimestre, les avoirs monétaires officiels ont progressé de \$65 millions. Pendant les trois mois suivants, le niveau des taux d'intérêt sur le marché de l'Euro-dollar a incité les banques commerciales à développer leurs placements à l'étranger, et leur position extérieure nette s'est améliorée de \$200 millions. Toutefois, cette amélioration ayant coïncidé avec un renforcement saisonnier de la balance globale des paiements, le montant net des avoirs officiels n'a fléchi que de \$55 millions. Les trois derniers mois de l'année ont été marqués par de nouveaux flux de capitaux d'une très grande ampleur, en partie dus à des causes saisonnières, et en partie liés à l'agitation des marchés de l'or et des changes. En raison essentiellement d'un accroissement de leurs engagements envers l'étranger, la position nette des banques commerciales a fléchi de \$500 millions, tandis que les avoirs officiels ont progressé de \$395 millions.

Pendant les deux premiers mois de 1968, au cours desquels les banques commerciales ont exporté des volumes importants de capitaux, les réserves officielles ont baissé de \$495 millions. En mars, toutefois, la réapparition d'une tension sur les marchés de l'or et des changes a provoqué un accroissement de \$75 millions de ces réserves.

France. La balance des paiements de 1967 a fait apparaître un léger déficit (\$35 millions), le premier depuis la stabilisation du franc en 1958. En ce qui concerne les mouvements monétaires avec l'étranger, les engagements extérieurs nets des banques ont enregistré une forte augmentation (\$370 millions), à peu près compensée par un renforcement de \$335 millions des avoirs officiels nets. Les principaux changements intervenus dans les mouvements entre autorités monétaires ont été une réduction de \$100 millions de la position à l'égard du F.M.I. et au titre des Accords Généraux d'Emprunt (mouvement dû entièrement au remboursement effectué par la Grande-Bretagne au Fonds en mai 1967) et un accroissement des réserves en devises à concurrence de \$365 millions.

Au cours des six premiers mois de l'année, la balance des paiements a accusé un excédent de \$175 millions, presque entièrement couvert par une réduction de \$170 millions des engagements nets des banques à l'égard de l'étranger. Pendant le second semestre, toutefois, elle s'est soldée par un déficit de \$210 millions mais, comme les engagements nets des banques à l'égard de l'étranger se sont accrus de \$535 millions, le secteur officiel a enregistré un excédent de \$325 millions, correspondant en gros à l'augmentation des réserves de change. Les entrées de

fonds par le canal des banques ont résulté essentiellement de l'agitation croissante sur le plan des relations monétaires internationales. Rien qu'au cours du quatrième trimestre, ces entrées se sont élevées à \$415 millions, et ont revêtu, la plupart du temps, la forme de conversions de dollars en francs.

Suède. En 1967, la balance des paiements a accusé un léger déficit (\$25 millions). Les mouvements monétaires avec l'étranger ont fait apparaître un important transfert d'avoirs du secteur des autorités monétaires à celui des banques, qui s'est produit pratiquement en totalité vers la fin de l'année. Pendant les neuf premiers mois, un excédent global de \$100 millions a été enregistré; il a été couvert, et au-delà, par un élargissement de la position des banques à l'égard de l'étranger. Le dernier trimestre a été marqué par un déficit de \$125 millions, ainsi que par un nouvel accroissement, à concurrence de \$55 millions, des avoirs nets des banques à l'étranger, de sorte que les avoirs monétaires officiels ont fléchi de \$180 millions. Le déficit des trois derniers mois de l'année a été dû, pour une bonne part, aux incertitudes sur le maintien de la parité de change de la couronne suédoise à la suite de la dévaluation de la livre; en effet, devant cette situation, des résidents suédois ont effectué des règlements anticipés à leurs fournisseurs étrangers, tandis que des non-résidents ont retiré des fonds déposés auprès de banques suédoises. Grâce à un certain resserrement du crédit, la crise a pu être surmontée à la fin de l'année, et la balance des paiements du premier trimestre de 1968 a été à peu près en équilibre. Les banques ont réduit leurs avoirs nets à l'étranger de \$75 millions, et les réserves se sont renforcées d'autant.

Autriche. Le surplus de \$205 millions enregistré en 1967 par la balance des paiements a trouvé sa principale contrepartie, du côté des mouvements monétaires avec l'étranger, dans un renforcement des avoirs monétaires officiels. Les réserves de devises ont progressé de \$140 millions, tandis que la position de l'Autriche à l'égard du F.M.I. et au titre des Accords Généraux d'Emprunt s'est améliorée de \$15 millions. Le reliquat de l'excédent a été financé par une baisse de \$50 millions des engagements nets des banques commerciales à l'égard de l'étranger. Au cours du premier trimestre de 1968, la balance des paiements a de nouveau dégagé un excédent (\$50 millions) mais les avoirs officiels nets ont marqué une baisse de \$70 millions; la différence représente un accroissement, en grande partie saisonnier, de \$120 millions des positions nettes des banques envers l'étranger.

Autres pays d'Europe. En Espagne, le déficit de la balance des paiements a été ramené à \$155 millions en 1967; son financement a été entièrement assuré par un tirage de \$165 millions sur le F.M.I. En fait, les réserves d'or et de change ont enregistré une légère progression (\$10 millions) sur l'ensemble de l'année. Au premier trimestre de 1968, elles ont néanmoins fléchi de \$75 millions. L'excédent de la balance des

paiements du *Portugal* est passé de \$115 millions en 1966 à \$175 millions en 1967. Ce surplus a trouvé sa contrepartie en 1967, à concurrence de \$35 millions, dans une augmentation des avoirs des banques à l'étranger, et pour le reste, dans un renforcement des réserves. L'encaisse-or s'est accrue à elle seule de \$55 millions.

La balance des paiements de la *Norvège* s'est également améliorée entre 1966 et 1967, passant d'une situation à peu près équilibrée à un excédent de \$165 millions. Les réserves de change se sont accrues de \$130 millions et les engagements nets des banques à l'égard de l'étranger ont été réduits de \$30 millions. Le *Danemark* a enregistré, en 1967, un déficit global de \$65 millions, survenu pratiquement en totalité pendant le premier semestre. Les réserves ont perdu \$120 millions pendant les dix premiers mois de l'année, car le déficit des paiements s'est accompagné d'un élargissement de \$65 millions des positions nettes des banques à l'égard de l'étranger. Ultérieurement, ces positions ont été réduites de \$45 millions en novembre et en décembre, tandis que les réserves se sont renforcées à peu près du même montant. La *Finlande* a accusé un déficit global de \$80 millions en 1967, qui a été couvert, et au-delà, par des tirages sur le F.M.I. à concurrence de \$95 millions; comme, par ailleurs, la position des banques à l'égard de l'étranger a été réduite de \$15 millions, les réserves d'or et de change se sont renforcées de \$30 millions. Au cours du premier trimestre de 1968, la balance des paiements s'est sensiblement améliorée, d'où un accroissement de \$100 millions des réserves de la Finlande.

Canada. L'excédent de \$350 millions de la balance des paiements a été financé, en majeure partie, grâce à un accroissement de \$320 millions des avoirs nets à court terme des banques commerciales à l'étranger; en conséquence, les avoirs monétaires officiels ont progressé de \$30 millions seulement (en chiffres nets) au cours de l'année. L'encaisse-or a perdu \$30 millions à la suite de ventes de métal au Trésor des Etats-Unis pour l'équivalent de \$150 millions, et la position nette à l'égard du F.M.I. a, de son côté, enregistré un léger fléchissement. Mais ces mouvements ont été compensés, et au-delà, par le renforcement des réserves officielles de devises et des autres réserves monétaires. L'excédent global et les gains de réserves auraient été sensiblement plus importants si le gouvernement canadien n'avait pas acheté à des résidents des Etats-Unis ses propres valeurs et des obligations de la B.I.R.D. Ces achats se sont élevés au total à \$60 millions contre \$175 millions l'année précédente. Ces opérations avaient pour but de maintenir la somme des réserves canadiennes en or et en dollars E.U. et de la position créditrice nette du Canada envers le F.M.I. en dessous de la limite de \$2.550 millions; ce plafond avait été convenu avec les autorités des Etats-Unis, qui avaient accordé en échange au Canada l'exemption de la taxe américaine d'égalisation des taux d'intérêt.

Canada: Mouvements monétaires avec l'étranger.

Postes	1966	1967				1968 1er trim.	
		Année	1er trim.	2ème trim.	3ème trim.		4ème trim.
Avoirs officiels nets	- 260	+ 30	- 35	- 55	+ 70	+ 50	- 815
<i>dont:</i>							
Or	- 105	- 30	+ 35	- 15	+ 35	- 85	- 40
Devises	- 325	+ 60	- 70	- 15	+ 15	+ 130	+ 15
Position nette envers le F.M.I. et au titre des Accords Généraux d'Emprunt	+ 95	- 15	+ 20	- 20	+ 5	- 20	- 435
Autres avoirs (chiffres nets) . . .	+ 55	+ 15	- 20	- 5	+ 15	+ 25	- 355
Position nette en devises des banques	+ 425	+ 320	- 280	+ 110	+ 215	+ 275	+ 105
Total général	+ 145	+ 350	- 315	+ 55	+ 285	+ 325	- 710

Pendant le premier trimestre de 1968, la balance globale des paiements du Canada a brusquement changé de sens et fait apparaître un déficit de \$710 millions. Ce retournement est dû non seulement à des facteurs saisonniers, mais à d'importants mouvements de capitaux provoqués par les mesures de redressement de la balance des paiements des Etats-Unis. En même temps, on a noté des sorties de capitaux de \$105 millions par le canal des banques commerciales, de sorte que les avoirs officiels nets ont fléchi de \$815 millions. Le Canada a effectué un tirage de \$426 millions sur le F.M.I. et opéré d'importants prélèvements sur la facilité de swap ouverte auprès de la Federal Reserve Bank of New York. Ces emprunts, combinés avec une nouvelle vente d'or au Trésor des Etats-Unis pour l'équivalent de \$50 millions, ont eu pour résultat une augmentation de \$15 millions des réserves de change pendant le trimestre. En avril, la situation s'est améliorée et les avoirs monétaires officiels se sont accrus de \$230 millions (en chiffres nets).

Japon. Entre 1966 et 1967, la balance globale des paiements est passée d'un excédent de \$320 millions à un déficit de \$570 millions. Cette détérioration de \$890 millions a eu sa contrepartie dans un changement de la position nette des banques commerciales qui, après s'être améliorée de \$385 millions en 1966, s'est aggravée de \$515 millions l'an dernier. Les avoirs officiels nets ont donc fléchi de \$60 millions environ pendant chacune des deux années considérées. Toutefois, contrairement à ce qui s'est passé en 1966, la baisse enregistrée en 1967 a porté sur la position du Japon à l'égard du F.M.I., alors que les autres avoirs officiels nets ont progressé de \$25 millions. Au premier trimestre de 1968, la balance des paiements a encore fait apparaître un déficit (\$250 millions) dont la majeure partie a été couverte par une nouvelle progression (\$205 millions) des engagements nets des banques envers l'étranger.

Marché des changes.

La période passée sous revue a été pour le marché des changes une des plus agitées depuis la fin de la seconde guerre mondiale. L'ouverture du conflit au Moyen-Orient au début de juin 1967 avait donné naissance à quelques tensions sur les deux monnaies de réserve. A partir de cette date, la livre a subi en permanence des pressions accentuées qui ont abouti à sa dévaluation le 18 novembre. Au moment où le déficit prolongé des paiements des Etats-Unis atteignait un niveau relativement élevé, la modification de parité de la livre ne pouvait manquer d'attirer l'attention sur le destin de l'autre monnaie-clé. Aussi, le dollar a-t-il été immédiatement soumis à de très fortes pressions accompagnées d'un large mouvement d'arbitrage contre les principales monnaies du continent européen. On a assisté également à un mouvement assez net de ventes de devises contre or. Dans ces circonstances, le marché a eu parfois tendance à attacher une importance plus grande à des possibilités éventuelles de modifications en profondeur des structures monétaires internationales qu'aux transactions de caractère strictement commercial ou aux opérations d'arbitrage d'intérêt.

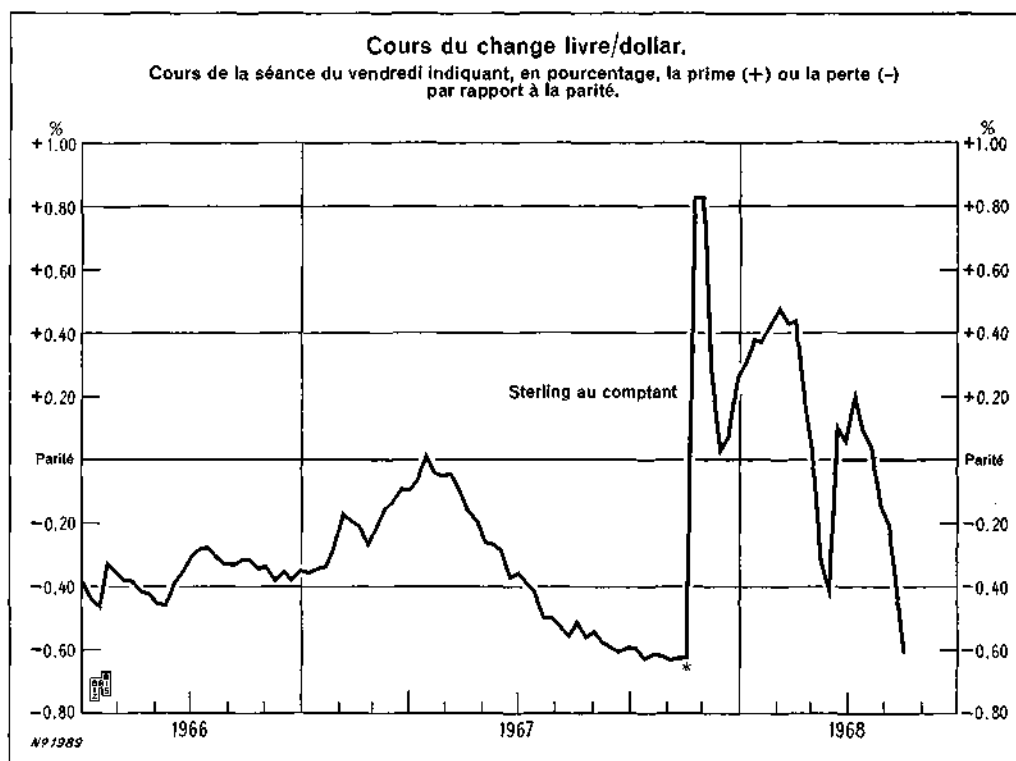
Des interventions concertées des autorités, et des assurances répétées que la parité-or du dollar serait maintenue, avaient permis, vers la fin de décembre, de rétablir un meilleur ordre dans le marché. L'annonce, au début de 1968, d'un nouveau programme de redressement de la balance des paiements des Etats-Unis et un reflux saisonnier de fonds du continent ont contribué, pendant quelque temps, à rétablir un certain degré de stabilité. En mars, le dernier acte de la crise de l'or a provoqué une agitation comparable à celle qui avait suivi la dévaluation de la livre. A la fin du même mois, toutefois, les tensions se sont quelque peu atténuées et, courant avril, la tenue du marché s'est ressentie favorablement des perspectives de pourparlers de paix au Viêt-nam et des progrès réalisés vers un relèvement des impôts aux Etats-Unis. Cependant, une nouvelle agitation s'est manifestée en mai, et la situation demeurera nécessairement caractérisée, semble-t-il, par une certaine incertitude, tant que des preuves tangibles d'un équilibre plus satisfaisant des paiements internationaux n'auront pas été administrées.

Mis à part le franc suisse et le deutsche mark, les principales monnaies du continent se sont sensiblement raffermies depuis le début de 1967 jusqu'à la dévaluation de la livre. Le franc suisse et le deutsche mark ont, au contraire, cédé du terrain par rapport au dollar pendant le troisième trimestre. Après le changement de parité du sterling, toutes les principales monnaies du continent sont demeurées fermes jusque vers la fin de l'année, pour amorcer ensuite un recul assez sensible au moment des sorties saisonnières de capitaux au début de 1968. Après un raffermissement temporaire pendant la crise de l'or au mois de mars, les cours

sont devenus à nouveau plus faibles. Au milieu de mai, le franc français a été soumis à des pressions, pendant que le deutsche mark et le franc suisse ont accusé un raffermissement appréciable.

Livre sterling. En raison d'un retour de fonds vers Londres pendant les quatre premiers mois de 1967, le cours de la livre au comptant, par rapport au dollar, avait progressé de \$2,79 au début de l'année, pour dépasser légèrement la parité à la mi-avril. A partir du mois de mai et jusqu'à la dévaluation, la livre s'est progressivement affaiblie, en raison de l'entrée en jeu des facteurs mentionnés aux pages 6 à 8 du Chapitre I. A la fin juin, le cours du comptant était ramené à \$2,79; au début de septembre, il avait fléchi au-dessous de \$2,78 ½ et, à partir du milieu d'octobre, les autorités l'ont maintenu aux environs de \$2,78 ¼. Par ailleurs, le déport de la livre sur le dollar à trois mois s'est tendu du milieu de l'année jusqu'à la dévaluation (après avoir représenté un intérêt d'un peu moins de ½ % l'an, il se tenait à presque 1¾ % l'an à la veille du changement de parité).

Au moment du changement de parité le 18 novembre, la position vendeur sur la livre atteignait un volume très considérable. A la réouverture du marché, la nécessité pour les opérateurs de dénouer leurs transactions à échéance brûlante a fait



* Adoption d'une nouvelle parité le 18 novembre.

immédiatement monter le cours du comptant à son nouveau plafond de \$2,42, niveau auquel il s'est tenu pendant le reste du mois. Dès les premières séances de décembre, en revanche, la cote a amorcé un recul assez brutal et, malgré un volume plutôt modéré de ventes, la livre se maintenait avec quelques difficultés, vers le milieu du mois, légèrement au-dessus de la nouvelle parité de \$2,40. Ce phénomène reflétait en partie la forte demande d'or, et en partie les craintes que la dévaluation de la livre ne soit pas appuyée, à l'intérieur de la Grande-Bretagne, par des mesures restrictives appropriées. Comme les autorités n'accordaient plus de soutien au marché à terme, le report du dollar à trois mois s'est tendu au point de représenter un intérêt de presque 5% par an, bien supérieur à l'écart de taux en faveur de Londres.

A la fin de 1967, le sterling s'est raffermi au comptant et à terme et le redressement s'est poursuivi en janvier. Au comptant, le cours s'est senti favorablement des prévisions d'une forte compression des dépenses publiques (bien que l'étendue de celle-ci ait causé une certaine déception lorsqu'elle a été effectivement annoncée) et des demandes de sterling destinées à dénouer des contrats de change à terme venus à échéance. Au début de février 1968, il était remonté à \$2,41 $\frac{1}{8}$ et le report du dollar à trois mois s'était détendu pour représenter un intérêt d'un peu moins de 3% l'an. Malgré le fléchissement des taux sur le marché de l'Euro-dollar, l'écart pour les opérations d'arbitrage demeurait d'assez loin défavorable à Londres.

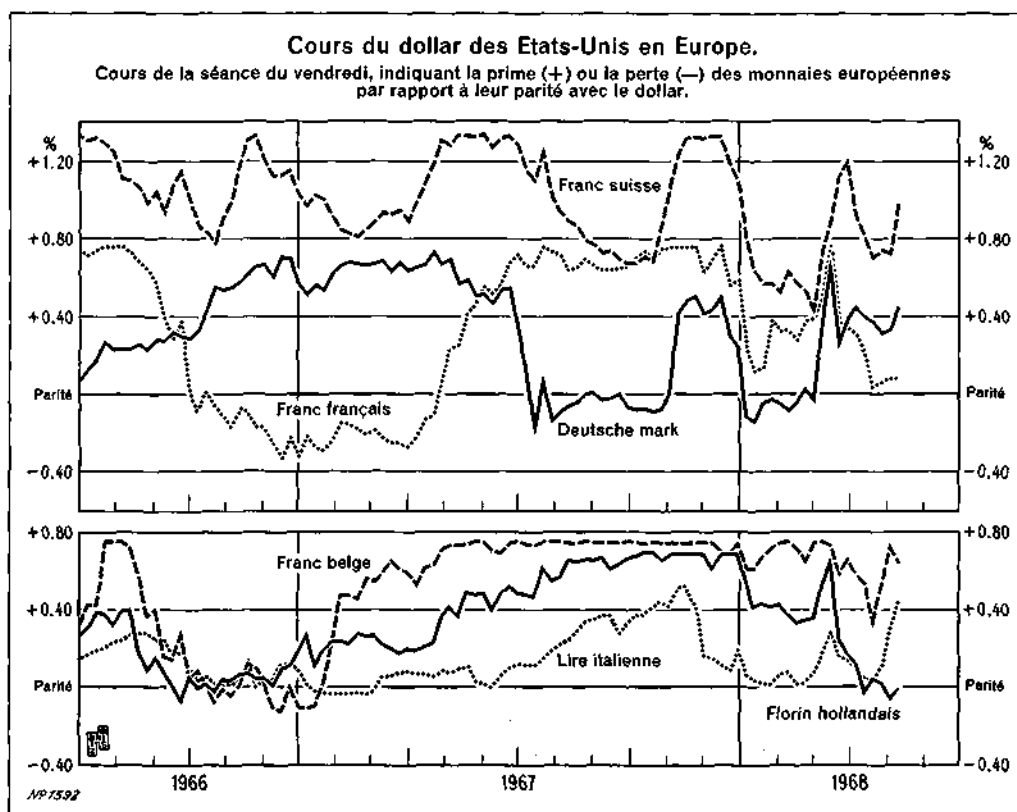
Ce retour à un certain calme a été brusquement interrompu par les réactions du marché devant la publication, le 21 février, des estimations de dépenses du gouvernement central pendant le prochain exercice financier. Le cours du sterling au comptant s'est vivement replié à \$2,40 $\frac{1}{2}$ et les ventes ont atteint un volume considérable au moment de la recrudescence d'agitation sur les marchés de l'or et des changes au début de mars. Si les autorités l'ont empêché de fléchir au-dessous de \$2,39, le déport à trois mois s'est fortement élargi, en revanche, pour représenter, à un moment, un intérêt de plus de 10% par an et cette tension a sans doute eu tendance à accroître les ventes au comptant. La déclaration publiée le 17 mars à Washington par les Gouverneurs des banques centrales a contribué à détendre la situation sur les marchés des changes, et l'annonce de l'octroi d'une aide supplémentaire aux réserves de la Grande-Bretagne a notamment influencé favorablement la livre. Cette décision a été suivie deux jours plus tard par la présentation du budget qui est allé plus loin que le marché ne l'escomptait dans l'effort de contraction du volume de la demande du secteur privé. Le cours du comptant est remonté, pendant un bref intervalle, à \$2,40 $\frac{1}{2}$ mais, à partir du début d'avril, il a commencé de céder du terrain pour se situer à \$2,38 $\frac{1}{2}$ à la fin mai. Malgré une détente accentuée du déport à partir du maximum touché au milieu de mars, la livre a continué de donner des signes de faiblesse sur le marché à terme.

Franc suisse. Conformément aux tendances saisonnières, le franc suisse a cédé du terrain par rapport au dollar au début de 1967. Pendant la majeure partie des quatre premiers mois de l'année, le cours du dollar au comptant s'est tenu aux environs de FS 4,33. A la fin du mois d'avril, au contraire, en raison de la fermeté des taux d'intérêt sur le marché suisse, alors que ces derniers étaient en général orientés à la baisse sur d'autres places, le cours du comptant est remonté à FS 4,31 ½. A ce niveau, la Banque Nationale est intervenue sur le marché et, en même temps, le report du franc suisse sur le dollar a momentanément disparu. Le cours du comptant est alors demeuré à ce niveau jusqu'à la fin juin. L'ouverture du conflit au Moyen-Orient a provoqué un afflux massif de fonds vers la Suisse. Bien que ce mouvement ne se soit pas prolongé au-delà de la signature de l'armistice, les besoins de moyens liquides des banques suisses au moment des règlements de fin de semestre ont empêché un renversement de l'afflux de se manifester.

Après la fin juin, la situation sur le marché monétaire suisse s'est détendue et le taux officiel de l'escompte a été abaissé en juillet. Des capitaux à court terme ont pris le chemin de l'étranger, et le cours du comptant par rapport au dollar a fléchi à un peu plus de FS 4,34 à la fin du mois d'août pour se maintenir à ce niveau jusqu'aux derniers jours d'octobre. En même temps, le franc suisse a été coté à terme avec un report appréciable sur le dollar.

En octobre, les conditions sont devenues plus difficiles sur le marché monétaire et le cours du franc au comptant a amorcé une nouvelle remontée. L'imminence d'une dévaluation de la livre a donné des impulsions à ce mouvement et, le 17 novembre, à la veille de la dévaluation, le cours du dollar se tenait à FS 4,31 ½. Cependant, la confusion qui a suivi le changement de parité a été à l'origine de la très grande demande de francs. Ce mouvement a coïncidé avec le moment où les banques suisses prenaient leurs dispositions habituelles en prévision des règlements de fin d'année; néanmoins, il a exercé une influence indépendante: d'une part, les banques suisses ont couvert leurs besoins de liquidités en procédant à des ventes pures et simples de devises étrangères à la Banque Nationale, au lieu de nouer des swaps avec cette dernière; d'autre part, l'élargissement du report du franc suisse a conduit la Banque Nationale, agissant pour le compte des autorités des Etats-Unis, à vendre des francs pour l'équivalent de \$65 millions sur le marché des changes à terme.

Durant les derniers jours de 1967, le franc suisse a commencé à se replier et des sorties de capitaux au début de 1968 l'ont fait reculer, fin février, à un peu plus de FS 4,35 (niveau le plus faible depuis plusieurs années). Ces sorties de fonds sont intervenues, alors que le franc suisse cotait à trois mois un report équivalant à un intérêt de 3% l'an, lequel reflétait l'importance de l'écart entre les taux d'intérêt à cette époque. Avec la recrudescence de la spéculation sur l'or au milieu du mois



de mars, le franc suisse s'est très vivement raffermi sur le marché au comptant et sur le marché à terme. Les cours ont cédé une fois de plus du terrain en avril; toutefois, à la fin mai, le cours du comptant par rapport au dollar s'était apprécié à FS 4,29 $\frac{3}{4}$.

Deutsche mark. Malgré des exportations de fonds d'un volume très considérable par les banques commerciales allemandes, l'existence de surplus de paiements a fait que le cours du comptant du deutsche mark par rapport au dollar s'est tenu à un niveau très voisin du plafond d'intervention pendant la majeure partie des quatre premiers mois de 1967. Sous l'influence de la persistance des sorties de capitaux à court terme, le deutsche mark a toutefois commencé de céder du terrain au comptant en mai. En même temps, le cours du deutsche mark à terme, qui se tenait aux environs du pair, a été coté avec un report de 1% l'an.

Pour décourager les exportations de liquidités par des banques commerciales, la Bundesbank a porté, en juillet, de $\frac{1}{2}$ à 2 $\frac{1}{2}$ pfennig l'écart entre son cours acheteur et son cours vendeur au comptant du dollar des Etats-Unis. En augmentant les possibilités de pertes de change sur des investissements à court terme libellés en devises étrangères, cette manœuvre a provoqué un renchérissement du coût des

opérations de couverture sur le marché à terme; ainsi, le report du deutsche mark à trois mois est passé mi-juillet d'un peu plus de 1% à plus de 1½%. En même temps, le cours du comptant, qui s'était quelque peu raffermi en juin pour les mêmes raisons que le franc suisse, s'est inscrit en vif recul par rapport au dollar pour se situer juste au-dessous de la parité. La cote a ensuite varié dans d'assez étroites limites aux environs des niveaux ci-dessus jusqu'au début de novembre.

L'Allemagne fédérale a enregistré, par la suite, un important afflux de fonds et, le 17 novembre, le cours du deutsche mark au comptant par rapport au dollar s'était raffermi à presque DM 3,98. Ce mouvement a été suivi d'une augmentation du report du deutsche mark à plus de 3% par an le 24 novembre. La Bundesbank a commencé alors à offrir des dollars aux banques commerciales dans le cadre de swaps à court terme à des conditions bien inférieures à celles du marché. Ces interventions ont encouragé le maintien de placements en dollars à court terme et aussi la réexportation de fonds précédemment rapatriés. La demande de deutsche marks s'est développée une fois de plus vers le milieu de décembre; mais après le retour à un peu plus de calme au début de 1968, des exportations massives de capitaux se sont manifestées. Le report du deutsche mark, qui n'était plus contenu par des interventions des autorités, s'est très momentanément élargi pour représenter un intérêt de 3% par an, il a ensuite fléchi, parallèlement à la détente sur le marché de l'Euro-dollar. Le cours du comptant a reculé au-dessous de la parité, malgré l'importance des achats de deutsche marks effectués sur le marché par la Banque de Réserve Fédérale de New York pour rembourser de précédents tirages sur les lignes de swap ouvertes par la Bundesbank. La situation s'est renversée au mois de mars: comme toutes les principales monnaies du continent européen, le deutsche mark s'est raffermi brusquement par rapport au dollar passant de DM 3,99 à DM 3,97 sur le marché au comptant, pendant que le report à trois mois s'est élargi de 2 à 3½% par an. La Bundesbank a, une fois de plus, offert aux banques la possibilité de nouer avec elle des swaps sur dollars à court terme à des cours avantageux. Au début de mai, le cours du comptant s'était replié à DM 3,98½ mais, plus tard dans le courant du mois, il s'est rapproché de son plafond d'intervention par rapport au dollar.

Franc français. Le cours au comptant du franc contre dollar, qui avait considérablement fléchi pendant les derniers mois de 1966, s'est tenu au-dessous de la parité, pendant le premier trimestre de 1967, aux environs de FF 4,95. En avril et mai, cependant, il s'est raffermi rapidement sous l'influence du resserrement de la position de liquidité des banques, et la crise du Moyen-Orient a provoqué une nouvelle amélioration qui l'a porté très près du plafond d'intervention de FF 4,90 à la fin juin. Malgré l'apparition d'un déficit de la balance des paiements au cours du second semestre de 1967, la cote s'est tenue à ce dernier niveau pendant

presque tout le reste de l'année; en effet, le déséquilibre a été couvert, et au-delà, par d'importants apports de capitaux réalisés par l'intermédiaire du système bancaire. Pour le seul mois de novembre, ces entrées ont provoqué un accroissement de \$335 millions des réserves monétaires.

A partir du milieu de décembre 1967, le franc a fait preuve de beaucoup moins de fermeté jusqu'à la recrudescence de la spéculation sur l'or en mars. Au début de mai, le cours du comptant avait fléchi une fois de plus, pour se situer juste au-dessus de la parité par rapport au dollar; par la suite, il est tombé au plancher d'intervention, en raison des troubles sociaux en France vers la fin du mois.

Autres monnaies européennes. Des environs de leur parité par rapport au dollar à la fin de 1966, les cours du *franc belge* et du *florin néerlandais* se sont raffermis pour atteindre presque leur plafond respectif d'intervention pendant la majeure partie du second semestre de 1967. Dans les deux pays, le mouvement de hausse a été provoqué par la réapparition d'excédents de paiements en cours d'année et appuyé, pendant le dernier trimestre, par des entrées de capitaux à court terme d'un montant appréciable. Comme on l'a constaté sur d'autres places, l'accès de nervosité qui a fait suite à la dévaluation de la livre s'est traduit, dans le compartiment à terme, par un raffermissement des deux monnaies par rapport au dollar. Après avoir accusé un léger déport pendant la majeure partie de 1967, le franc belge et le florin ont été cotés avec un report voisin de 2% l'an en novembre. Depuis la fin de 1967, le franc belge est resté ferme dans l'ensemble, sauf pendant une période de courte durée en avril 1968. Le florin au comptant était, en revanche, tombé au-dessous de la parité avec le dollar au début de mai 1968.

En 1967, les fluctuations du cours *lire/dollar* ont accusé un parallélisme assez étroit avec celles du franc belge et du florin néerlandais. Le cours du comptant, qui avait varié dans d'assez étroites limites aux environs de la parité pendant la majeure partie du premier semestre, a progressé de 0,5% entre la mi-juin et le mois de novembre. Ce redressement a été dû, dans une large mesure, à l'entrée en jeu de facteurs saisonniers favorables à la balance des paiements au cours du troisième trimestre; néanmoins, la demande de liras est demeurée très active au cours de la période précédant immédiatement la dévaluation du sterling. A partir de la fin du mois de novembre, les facteurs saisonniers sont devenus moins favorables à la balance des paiements et, au début de 1968, le cours du comptant *lire/dollar* était retombé à la parité. La lire s'est raffermie pendant la crise de l'or du mois de mars. Au début de mai, elle était cotée sur le marché au comptant à 0,4% au-dessus de la parité.

Pendant les neuf premiers mois de 1967, le cours du comptant *couronne suédoise/dollar* a reflété assez fidèlement les fluctuations saisonnières de la balance des

paiements de la Suède. La cote, qui se tenait un peu au-dessous de la parité au début de l'année, est remontée à 0,4% de plus que celle-ci au milieu de mai, pour accuser un léger accès de faiblesse pendant le troisième trimestre. La couronne suédoise a subi des pressions accentuées après la dévaluation de la livre (les réserves de change de la Suède ont diminué de \$115 millions en novembre 1967) et le cours du comptant par rapport au dollar a fléchi légèrement au-dessous de la parité. La pression sur la couronne a été efficacement contenue par des restrictions de crédit comprenant, entre autres, un relèvement d'un point du taux officiel de réescompte. La couronne est rapidement remontée au-dessus de la parité par rapport au dollar mais, à la fin février 1968, son cours a été ramené aux environs immédiats de celle-ci.

Dollar canadien. Mis à part un ralentissement pour des raisons d'ordre saisonnier au début de 1967, la demande de dollars canadiens a été très active pendant la majeure partie de l'année. Le cours du comptant s'est apprécié à un rythme soutenu pendant les mois d'été pour atteindre, en octobre, le plafond d'intervention, \$E.U. 0,93 $\frac{1}{4}$. La tendance a commencé à se renverser après la dévaluation de la livre; par ailleurs, l'annonce, le 1^{er} janvier 1968, d'un nouveau train de mesures de redressement de la balance des paiements des Etats-Unis, a donné naissance à d'importants transferts de fonds vers ce dernier pays, et soumis le dollar canadien à des pressions accentuées. Par rapport au dollar des Etats-Unis, le cours du comptant est tombé très légèrement au-dessous de \$E.U. 0,92 au milieu de janvier, et la Banque du Canada a dû le soutenir très activement. Les pressions se sont quelque peu atténuées à la suite d'une action conjuguée des autorités canadiennes et américaines. Des sorties massives de fonds du pays se sont manifestées une fois de plus pendant la crise de l'or du mois de mars, mais le dollar canadien s'est redressé aussitôt après à \$E.U. 0,92 $\frac{1}{4}$ à la fin du mois, pour progresser vigoureusement à \$E.U. 0,92 $\frac{3}{4}$ au début de mai.

Autres événements dans le domaine des changes.

Contrairement à ce qui s'était passé en 1949, la dévaluation de 14,3% de la livre, le 18 novembre 1967, n'a pas été accompagnée par un rajustement de parités dans de grandes puissances économiques, néanmoins, elle a été suivie par la dévaluation de vingt-cinq autres monnaies. La majorité des modifications a été opérée dans les pays les moins puissants de la zone sterling, dont les relations économiques et financières avec la Grande-Bretagne sont toujours particulièrement étroites. Plus remarquable est la décision des grandes puissances d'outre-mer membres de la zone sterling de laisser leur monnaie s'apprécier par rapport à la livre. Si l'Inde

Monnaies dévaluées en novembre 1967.

Pays	Monnaies	Nombre d'unités par dollars E. U.		Dévaluation en pourcentage	Nouvelle parité en vigueur à partir du
		Ancienne parité	Nouvelle parité		
Pays de la zone sterling					
Bermudes	Livre	0,35714	0,41667	14,29	18 novembre 1967
Honduras britannique . .	Dollar	1,42857	1,66667	14,29	18 novembre 1967
Ceylan	Roupie	4,76190	5,95237	20,00	21 novembre 1967
Chypre	Livre	0,35714	0,41667	14,29	20 novembre 1967
Caraïbes orientales . . .	Dollar	1,71429	2,0	14,29	18 novembre 1967
Iles Falkland	Livre	0,35714	0,41667	14,29	18 novembre 1967
Fidji*	Livre	0,39643	0,43542	8,95	26 novembre 1967
Gambie	Livre	0,35714	0,41667	14,29	21 novembre 1967
Gibraltar	Livre	0,35714	0,41667	14,29	18 novembre 1967
Guyane	Dollar	1,71429	2,0	14,29	20 novembre 1967
Hong-kong*	Dollar	5,71429	6,06061	5,71	22 novembre 1967
Islande	Couronne	43,0	57,0	24,56	27 novembre 1967
Irlande	Livre	0,35714	0,41667	14,29	18 novembre 1967
Jamaïque	Livre	0,35714	0,41667	14,29	21 novembre 1967
Malawi	Livre	0,35714	0,41667	14,29	20 novembre 1967
Malte	Livre	0,35714	0,41667	14,29	19 novembre 1967
Ile Maurice et Iles Seychelles	Roupie	4,76190	5,55556	14,29	18 novembre 1967
Nouvelle-Zélande	Dollar	0,71919	0,89286	19,45	20 novembre 1967
Sierra Leone	Leone	0,71429	0,83333	14,29	21 novembre 1967
Yémen du Sud	Dinar	0,35714	0,41667	14,29	18 novembre 1967
Trinité et Tobago	Dollar	1,71429	2,0	14,29	22 novembre 1967
Royaume-Uni	Livre	0,35714	0,41667	14,29	18 novembre 1967
Pays extérieurs à la zone sterling					
Danemark	Couronne	6,90714	7,50	7,90	21 novembre 1967
Israël	Livre	3,0	3,50	14,29	19 novembre 1967
Macao	Pataca	5,71429	6,06061	5,71	27 novembre 1967
Espagne	Peseta	60,0	70,0	14,29	20 novembre 1967

* Après réévaluation.

avait déjà dévalué de 36% en juin 1966, et le Ghana de 30% en juillet 1967, pour les autres grandes puissances, en revanche, le maintien des parités existantes reflète la diversification des relations économiques avec l'étranger intervenue, depuis 1949, en Australie, en Afrique du Sud, au Pakistan, en Malaisie et dans certaines régions de l'Afrique orientale et occidentale.

Trois pays de la zone sterling, Nouvelle-Zélande, Ceylan et Islande ont adopté un pourcentage de dépréciation supérieur à celui de la livre. Ce choix reflète l'existence de difficultés particulières de paiements que la dévaluation du sterling aurait probablement aggravées, si le pourcentage de dépréciation de la livre avait été retenu.

En dehors de la zone sterling, seuls l'Espagne et Israël ont adopté le même pourcentage que la Grande-Bretagne. La couronne danoise a suivi la livre en partie

seulement. La pataca de Macao a été légèrement dépréciée, maintenant sa parité avec le dollar de Hong-kong.

Les principaux autres événements de la période passée sous revue, mis à part le renforcement des contrôles directs aux Etats-Unis pour redresser la balance des paiements (voir Chapitre I), ont surtout revêtu la forme de modifications de parités de change. En octobre 1967, les autorités finlandaises ont considéré que le rétablissement du potentiel de concurrence à l'extérieur, en l'absence d'un changement de parité, exigerait des sacrifices excessifs du côté de l'emploi. Après une stabilité de dix années, le mark finlandais a été par conséquent dévalué, le 12 octobre 1967, de 23,8% et sa parité par rapport au dollar ramenée à MF 4,19997. Au début de 1968, la Hongrie a relevé de FOR 24 à FOR 30 pour 1 dollar des Etats-Unis le cours des devises convertibles appliqué au règlement de transactions non commerciales. Cet aménagement a été vraisemblablement associé aux réformes de la structure du niveau intérieur des prix appliquées en même temps.

En Amérique latine, la dévaluation du cruzeiro brésilien en février et celle du peso argentin en mars 1967 ont été suivies, un peu plus tard, par des rajustements en baisse de la parité du sol péruvien et du peso uruguayen, et par une nouvelle dévaluation de 16% du cruzeiro en décembre.

Après avoir maintenu pendant sept ans la parité effective à SOL 26,82 pour 1 dollar des Etats-Unis, la banque centrale du Pérou a cessé de soutenir le cours du change à la fin août 1967, en raison des pertes de réserves provoquées par l'accroissement du déficit extérieur et par des fuites de capitaux. Au début d'octobre, les autorités ont adopté un système de double taux de change. Les exportateurs sont tenus de céder leurs recettes en devises à la banque centrale, en échange de certificats libellés en dollars. Depuis l'entrée en application de ce système, le cours des certificats s'est maintenu à SOL 38,7 pour 1 dollar des Etats-Unis, ce qui fait ressortir un pourcentage effectif de dévaluation de quelque 30,7%. Les achats et les ventes de devises ayant leur source dans le règlement de transactions non commerciales se négocient sur un marché libre des changes.

En Uruguay, le peso a été dévalué de 50% le 6 novembre 1967; le nouveau cours officiel a été fixé à \$UR 199 pour 1 dollar des Etats-Unis. Cet aménagement a fait suite à trois dévaluations mineures intervenues précédemment pendant l'année 1967. En avril 1968, le cours officiel a été une fois de plus déprécié à \$UR 249 pour 1 dollar des Etats-Unis.

Ailleurs, en Amérique latine, les cours libres de l'escudo chilien et du peso colombien ont cédé beaucoup de terrain par rapport au dollar pendant la période passée sous revue.

Dans le reste du monde, des dévaluations ont été effectuées au Mali et au Congo. Le 5 mai 1967, le franc du Mali a été dévalué de 50%, le cours officiel passant de FM 246,8 à FM 493,7 pour 1 dollar des Etats-Unis. Au Congo, une nouvelle unité monétaire, le zaïre, a remplacé le franc congolais, sur la base de 1.000 francs congolais pour un zaïre, le 23 juin 1967. Ce changement d'unité monétaire a été couplé avec une dévaluation de $66\frac{2}{3}\%$, et le nouveau taux de change officiel a été fixé à 1 zaïre pour 2 dollars des Etats-Unis.

Le 31 mai 1968, des dispositions de contrôle des changes ont été provisoirement mises en vigueur en France. Les transferts de fonds de comptes en francs français de résidents à des comptes de non-résidents ne peuvent plus avoir lieu librement et doivent s'effectuer, dans tous les cas, par l'intermédiaire de banques agréées. En outre, les résidents français ne peuvent plus acquérir des avoirs à l'extérieur, ni conserver des moyens de paiement étranger en France sans être munis d'une autorisation officielle. Sont également soumises au régime de l'autorisation, l'exportation hors de France, par ou pour le compte de résidents, de tous les moyens de paiement ou valeurs mobilières, ainsi que toutes les importations et exportations d'or.

V. LE MARCHÉ DES EURO-MONNAIES.

La masse des crédits en Euro-monnaies empruntant le canal des banques des huit pays d'Europe qui communiquent des renseignements à la B.R.I. a continué de s'accroître rapidement en 1967. Après avoir déjà progressé en 1966 de \$10 milliards environ à plus de \$13 milliards, la composante dollar de cet encours se montait probablement à quelque \$16 milliards à la fin de 1967. Contrairement à ce qui s'est passé en 1966, les impulsions ayant donné naissance à cet accroissement n'ont toutefois pas eu leur origine principale du côté de la demande. Le ralentissement d'activité, l'assouplissement des conditions d'accès au crédit dans plusieurs pays européens, ainsi que des conversions de sterling provoquées par des mouvements de défiance, ont parfois abouti à des augmentations substantielles de l'offre d'Euro-dollars. D'un autre côté, les tensions internationales, dans les domaines politique et monétaire, ont été occasionnellement suivies d'une recrudescence des demandes d'Euro-dollars et ont parfois entraîné des retraits de fonds massifs. C'est ainsi que des périodes d'aisance relative ont parfois alterné avec des périodes d'amenuisement accentué de l'offre; alors qu'en 1966, la tendance des taux d'intérêt était assez uniformément orientée vers la hausse, l'année 1967 a été caractérisée par des fluctuations de grande amplitude.

La structure des nouveaux prêts accordés en 1967 a été également un peu plus différenciée qu'en 1966. Au cours de cette dernière année, devant l'affaiblissement de leur position de liquidité, des résidents des Etats-Unis (banques principalement) avaient absorbé les trois quarts environ des nouveaux apports de fonds sur le marché; le solde avait pris la direction de pays, autres que les Etats-Unis, et ne faisant pas partie du groupe; le volume des prêts accordés aux utilisateurs finaux résidant à l'intérieur du groupe avait accusé très peu de changements. En 1967, au contraire, les résidents des Etats-Unis n'ont emprunté, semble-t-il, que le quart environ des offres nouvelles de fonds; plus de la moitié a été absorbée par des pays ne faisant pas partie du groupe; enfin, les prêts à des utilisateurs finaux résidant à l'intérieur de ce groupe ont progressé d'un montant appréciable.

Un autre trait de 1967 a été l'extension du rôle joué par des organismes monétaires officiels pour stabiliser le marché. Au moment de la crise du Moyen-Orient, et à diverses occasions pendant le quatrième trimestre, la B.R.I. a utilisé les lignes de crédit swap dont elle disposait auprès du Federal Reserve System, et placé les fonds ainsi obtenus sur le marché de l'Euro-dollar. Pendant les derniers jours de novembre, la Deutsche Bundesbank a commencé d'offrir aux banques commerciales allemandes des facilités de swap à des cours préférentiels; d'autre

**Engagements et avoirs à court terme, envers des non-résidents,
des banques communiquant des renseignements*, par pays.**

Pays	En fin de mois	Engagements		Avoirs		Position nette		
		Monnaie nationale	Monnaies étrangères	Monnaie nationale	Monnaies étrangères	Monnaie nationale	Monnaies étrangères	Total
en millions de dollars E.U.								
Allemagne fédérale	1966 décembre	1.490	390	760	540	— 730	150	— 580
	1967 mars	1.290	320	920	920	— 360	600	— 240
	juin	1.360	340	1.160	1.000	— 180	660	— 480
	septembre	1.460	330	1.330	990	— 130	660	— 530
Belgique-Luxembourg	1966 décembre	1.830	350	1.230	1.170	— 600	820	— 220
	1966 décembre	400	1.640	140	1.240	— 260	— 400	— 660
	1967 mars	390	1.580	170	1.190	— 220	— 390	— 610
	juin	440	1.730	170	1.270	— 270	— 460	— 730
France	septembre	460	1.840	190	1.310	— 270	— 530	— 800
	décembre	490	1.950	190	1.480	— 300	— 470	— 770
	1966 décembre	820	1.960	230	2.460	— 590	500	— 90
	1967 mars	900	1.870	290	2.360	— 610	490	— 120
Italie	juin	900	1.900	290	2.480	— 610	580	— 30
	septembre	980	2.260	310	2.740	— 670	480	— 190
	décembre	1.070	2.590	290	2.850	— 780	260	— 520
	1966 décembre	440	2.520	190	2.730	— 250	210	— 40
Pays-Bas	1967 mars	460	2.250	200	2.320	— 260	70	— 190
	juin	510	2.270	170	2.220	— 340	— 50	— 390
	septembre	470	2.600	200	2.580	— 270	— 40	— 310
	décembre	550	2.920	200	2.940	— 350	20	— 330
Royaume-Uni . .	1966 décembre	440	1.120	320	1.200	— 120	80	— 40
	1967 mars	480	1.000	330	1.080	— 150	80	— 70
	juin	510	1.120	300	1.120	— 210	—	— 210
	septembre	490	1.190	300	1.240	— 190	50	— 140
Suède	décembre	520	1.120	290	1.200	— 230	80	— 150
	1966 décembre	5.610	8.360	3.530	8.460	— 2.080	100	— 1.980
	1967 mars	6.050	8.550	3.570	8.250	— 2.480	— 300	— 2.780
	juin	6.180	9.060	3.740	8.820	— 2.440	— 240	— 2.680
Suisse	septembre	5.720	10.010	3.700	9.860	— 2.020	— 150	— 2.170
	décembre	4.770	10.390	3.270	10.480	— 1.500	90	— 1.410
	1966 décembre	180	310	60	550	— 120	240	120
	1967 mars	160	320	70	530	— 90	210	120
Canada	juin	180	310	60	620	— 120	310	190
	septembre	200	350	80	690	— 120	340	220
	décembre	190	270	100	630	— 90	360	270
	1966 décembre	1.810	2.230	1.390	2.690	— 420	460	40
Japon	1967 mars	1.910	2.280	1.600	2.940	— 310	660	350
	juin	2.170	2.510	1.610	3.360	— 560	850	290
	septembre	2.170	2.660	1.700	3.610	— 470	950	480
	décembre	2.450	2.800	1.750	3.480	— 700	680	— 20
Total	1966 décembre	11.190	18.530	6.620	19.870	— 4.570	1.340	— 3.230
	1967 mars	11.630	18.170	7.150	19.590	— 4.480	1.420	— 3.060
	juin	12.250	19.240	7.520	20.890	— 4.730	1.650	— 3.080
	septembre	11.950	21.240	7.810	23.000	— 4.140	1.760	— 2.380
Canada	décembre	11.870	22.390	7.320	24.230	— 4.550	1.840	— 2.710
	1966 décembre	510	2.160	60	2.970	— 450	810	360
	1967 mars	560	2.060	70	2.630	— 490	570	80
	juin	510	2.260	70	2.890	— 440	630	190
Japon	septembre	510	2.190	70	3.030	— 440	840	400
	décembre	540	2.400	60	3.560	— 480	1.160	680
	1966 décembre	320	2.840	—	3.260	— 320	420	100
	1967 mars	320	3.100	—	3.210	— 320	110	— 210
Total	juin	330	3.410	—	3.360	— 330	— 50	— 380
	septembre	350	3.450	—	3.480	— 350	40	— 310
	décembre	370	3.740	—	3.700	— 370	— 40	— 410

* Les chiffres de ce tableau, ayant été calculés en partie à l'aide de séries différentes de celles qui sont utilisées dans le reste du présent chapitre, ne sont pas strictement comparables avec ceux des autres tableaux.

part, contrairement à l'attitude arrêtée à certaines occasions, elle n'a pas exigé que les dollars détenus dans le cadre de ces facilités fussent exclusivement utilisés à l'achat de Bons du Trésor des Etats-Unis. Enfin, les banques centrales de la Belgique, des Pays-Bas et de la Suisse ont collaboré avec les autorités monétaires américaines pour soutenir le cours du dollar sur le marché à terme. Parce qu'elles ont aidé ainsi à aplanir des fluctuations de caractère temporaire ou excessif, les interventions des autorités ont permis aux Euro-marchés de continuer, en 1967 et au premier trimestre de 1968, à jouer le rôle d'un véritable marché monétaire et de crédit à l'échelle internationale.

Positions globales envers l'étranger. Avant de commenter en détail les statistiques des Euro-monnaies, il n'est peut-être pas sans intérêt d'examiner à grands traits les positions globales à court terme envers l'étranger des banques des pays qui communiquent des renseignements à la B.R.I. Deux constatations principales se dégagent de cet examen.

En premier lieu, sauf en Allemagne fédérale, les positions extérieures en monnaie nationale des banques des pays considérés sont beaucoup moins étendues que leurs positions en devises. Cette observation est valable même pour la Grande-Bretagne, dont la monnaie est largement utilisée comme instrument de financement des échanges internationaux. Au sein du groupe des huit pays d'Europe, les monnaies nationales entraînent, à la fin de 1967, pour seulement un tiers environ, dans le total de leurs engagements envers des non-résidents, et pour moins d'un quart dans le total de leurs avoirs à l'étranger. Au Canada et au Japon, la composante monnaie nationale représentait un pourcentage encore plus faible. En second lieu, les positions nettes en monnaie nationale envers des non-résidents ont été affectées, sans exception, du signe négatif. Cependant, au Canada, en Allemagne fédérale, en Suède et en Suisse, les engagements nets en monnaie nationale envers des non-résidents ont été en général plus que compensés par des avoirs nets en devises sur des places étrangères. En Belgique et au Royaume-Uni seulement, les positions nettes en devises des banques ont été la plupart du temps affectées du signe négatif.

En ce qui concerne les principaux mouvements de l'année 1967, on constate que le volume global des avoirs à l'étranger du groupe des banques des huit pays d'Europe s'est accru de \$5,1 milliards environ, tandis que le montant de leurs engagements envers des non-résidents a progressé de \$4,5 milliards. Ces augmentations ont été surtout relevées du côté de la composante devises. L'accroissement de la composante monnaie nationale a été assez faible, en partie parce que des non-résidents titulaires d'avoirs en livres ont procédé à des conversions de sterling; les engagements extérieurs en sterling des banques du Royaume-Uni ont diminué de

**Engagements et avoirs à court terme des banques commerciales de dix pays
en certaines monnaies étrangères envers des non-résidents.**

Pays	En fin de mois	Dollars E. U.		Autres monnaies ¹		Total		
		Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Position nette
en millions de dollars E.U.								
Allemagne fédérale	1966 décembre	330	400	50	120	380	520	140
	1967 mars	260	760	50	130	310	890	580
	juin	270	790	60	190	330	990	650
	septembre	250	810	70	160	320	970	650
Belgique-Luxembourg	1966 décembre	280	1.030	50	110	330	1.140	810
	1966 décembre	670	740	940	440	1.610	1.180	430
	1967 mars	680	680	840	460	1.520	1.140	380
	juin	750	730	970	490	1.720	1.220	500
France ²	septembre	790	800	1.030	460	1.820	1.260	560
	décembre	890	980	1.050	470	1.940	1.450	490
	1966 décembre	1.330	1.860	630	600	1.960	2.460	500
	1967 mars	1.170	1.620	700	740	1.870	2.360	490
Italie	juin	1.020	1.660	880	820	1.900	2.480	580
	septembre	1.290	1.780	970	960	2.260	2.740	480
	décembre	1.700	1.890	890	970	2.590	2.860	270
	1966 décembre	1.930	2.090	590	640	2.520	2.730	210
Pays-Bas	1967 mars	1.640	1.690	610	640	2.250	2.330	80
	juin	1.640	1.670	630	550	2.270	2.220	50
	septembre	1.820	1.980	780	580	2.600	2.560	40
	décembre	2.140	2.260	780	680	2.920	2.940	20
Royaume-Uni	1966 décembre	790	550	350 ³	510 ³	1.140	1.060	80
	1967 mars	690	470	330 ³	600 ³	1.020	1.070	50
	juin	730	480	390 ³	610 ³	1.120	1.090	30
	septembre	780	600	400 ³	580 ³	1.180	1.180	—
Suède	décembre	810	650	300 ³	480 ³	1.110	1.130	20
	1966 décembre	7.590	7.310	680	900	8.270	8.210	60
	1967 mars	7.760	6.960	700	1.020	8.460	7.980	480
	juin	8.130	7.650	790	890	8.920	8.540	380
Suisse ⁴	septembre	9.070	8.520	790	1.020	9.860	9.540	320
	décembre	9.560	9.190	670	990	10.230	10.180	50
	1966 décembre	190	330	140	200	330	530	200
	1967 mars	210	300	100	200	310	500	190
Canada	juin	210	320	90	270	300	590	290
	septembre	230	440	120	220	350	660	310
	décembre	170	350	90	260	260	610	350
	1966 décembre	1.890	2.780	210	440	2.100	3.220	1.120
Japon	1967 mars	1.920	2.780	260	500	2.180	3.280	1.100
	juin	2.100	3.280	310	650	2.410	3.930	1.520
	septembre	2.260	3.310	310	680	2.570	3.990	1.420
	décembre	2.430	3.520	310	610	2.740	4.130	1.390
Total	1966 décembre	14.720	16.060	3.590	3.850	18.310	19.910	1.600
	1967 mars	14.330	15.260	3.590	4.290	17.920	19.550	1.630
	juin	14.850	16.580	4.120	4.470	18.970	21.050	2.080
	septembre	16.490	18.240	4.470	4.660	20.960	22.900	1.940
	décembre	17.980	19.870	4.140	4.570	22.120	24.440	2.320
Canada	1966 décembre	2.150	2.890	10 ⁵	80 ⁵	2.160	2.970	810
	1967 mars	2.040	2.550	20 ⁵	80 ⁵	2.060	2.630	570
	juin	2.250	2.810	10 ⁵	80 ⁵	2.260	2.890	630
	septembre	2.170	2.950	10 ⁵	80 ⁵	2.180	3.030	850
Japon	décembre	2.400	3.510	10 ⁵	70 ⁵	2.410	3.580	1.170
	1966 décembre	2.550	2.870	300	380	2.850	3.250	400
	1967 mars	2.820	2.890	280	310	3.100	3.200	100
	juin	3.130	3.000	290	340	3.420	3.340	80
Japon	septembre	3.180	3.120	290	350	3.470	3.470	—
	décembre	3.490	3.340	260	340	3.750	3.680	70

¹ Livres sterling, francs suisses, deutsche marks, florins néerlandais, francs français, liras italiennes. ² Positions envers des banques seulement. ³ Livres sterling, francs suisses et deutsche marks seulement; y compris les francs français à partir de mars 1967. ⁴ Y compris les avoirs de la B.R.I. en Euro-monnaies. ⁵ Toutes les autres monnaies, mais principalement livres sterling.

Engagements et avoirs à court terme des banques commerciales de dix pays en certaines monnaies étrangères envers des non-résidents, non compris les positions envers les pays d'émission des monnaies en cause.

Pays	En fin de mois	Dollars E.U.		Autres monnaies ¹		Total		
		Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Engagements	Avoirs	Position nette
en millions de dollars E.U.								
Allemagne fédérale	1966 décembre	260	260	20	10	280	270	10
	1967 mars	200	630	20	20	220	650	430
	juin	190	630	20	20	210	650	440
	septembre	210	680	30	10	240	690	450
Belgique-Luxembourg	1966 décembre	240	680	20	10	260	690	430
	1966 décembre	560	560	620	110	1.180	670	510
	1967 mars	560	460	490	110	1.050	570	480
	juin	590	490	550	100	1.140	590	550
France ²	septembre	610	540	640	120	1.250	660	590
	décembre	730	700	720	160	1.450	860	590
	1966 décembre	1.230	1.270	430	360	1.660	1.630	30
	1967 mars	1.010	1.130	400	420	1.410	1.550	140
Italie	juin	940	1.220	480	400	1.420	1.620	200
	septembre	1.130	1.350	440	560	1.570	1.900	330
	décembre	1.480	1.360	580	600	2.060	1.960	100
	1966 décembre	1.700	1.870	390	390	2.090	2.260	170
Pays-Bas	1967 mars	1.440	1.520	330	310	1.770	1.830	60
	juin	1.480	1.480	350	250	1.830	1.730	100
	septembre	1.670	1.750	420	330	2.090	2.080	10
	décembre	1.990	2.010	450	420	2.440	2.430	10
Royaume-Uni	1966 décembre	720	470	220 ³	170 ³	940	640	300
	1967 mars	610	370	200 ³	170 ³	810	540	270
	juin	640	380	240 ³	230 ³	880	610	270
	septembre	690	500	240 ³	250 ³	930	750	180
Suède	décembre	740	520	170 ³	270 ³	910	790	120
	1966 décembre	6.640	3.830	.	.	.	.	.
	1967 mars	6.730	3.710	.	.	.	.	.
	juin	7.170	4.330	.	.	.	.	.
Suisse ⁴	septembre	8.060	4.380	.	.	.	.	.
	décembre	8.180	5.120	.	.	.	.	.
	1966 décembre	160	240	60	50	220	290	70
	1967 mars	160	220	60	40	220	260	40
Canada	juin	190	250	50	60	240	310	70
	septembre	210	310	50	60	260	370	110
	décembre	150	250	50	80	200	330	130
	1966 décembre	1.750	2.300	130	140	1.880	2.440	560
Total	1967 mars	1.760	2.280	170	140	1.930	2.420	490
	juin	1.920	2.760	190	190	2.110	2.950	840
	septembre	2.050	2.850	210	210	2.260	3.060	800
	décembre	2.120	2.990	190	240	2.310	3.230	920
Japon	1966 décembre	13.020	10.800	.	.	.	.	.
	1967 mars	12.470	10.320	.	.	.	.	.
	juin	13.120	11.540	.	.	.	.	.
	septembre	14.630	12.360	.	.	.	.	.
Canada	décembre	15.630	13.630	.	.	.	.	.
	1966 décembre	1.450	930	— ⁵	40 ⁵	1.450	970	480
	1967 mars	1.320	930	10 ⁵	40 ⁵	1.330	970	360
	juin	1.520	1.080	10 ⁵	40 ⁵	1.530	1.120	410
Japon	septembre	1.540	980	10 ⁵	40 ⁵	1.550	1.020	530
	décembre	1.620	1.300	— ⁵	30 ⁵	1.620	1.330	290
	1966 décembre	610	790	70	230	680	1.020	340
	1967 mars	720	770	60	180	780	950	170
Total	juin	850	790	60	190	910	980	70
	septembre	960	800	70	210	1.030	1.010	20
	décembre	990	830	60	190	1.050	1.020	30

¹ Livres sterling, francs suisses, deutsche marks, florins néerlandais, francs français, liras italiennes. ² Positions envers des banques seulement. ³ Livres sterling, francs suisses et deutsche marks seulement; y compris les francs français à partir de mars 1967. ⁴ Y compris les avoirs de la B.R.I. en Euro-monnaies. ⁵ Toutes les autres monnaies mais principalement les livres sterling.

\$840 millions, alors que leurs engagements en monnaies étrangères se sont accrus de \$2.030 millions. En revanche, en ce qui concerne la Suisse, l'accroissement des engagements extérieurs des banques en monnaie nationale a été supérieur à la progression de leurs engagements en devises. D'autre part, le gonflement accentué des engagements en deutsche marks des banques allemandes envers des non-résidents a fait apparaître un contraste avec la diminution de leurs engagements en devises.

Positions extérieures en devises. Sur le marché des Euro-monnaies proprement dit, le volume total des engagements des banques des huit pays d'Europe envers des non-résidents (libellés en dollars, deutsche marks, francs suisses, livres sterling, francs français, florins néerlandais et lires italiennes) s'est accru de \$3.810 millions pour atteindre \$22.120 millions. Celui de leurs avoirs à l'étranger a augmenté de \$4.530 millions pour s'établir à \$24.440 millions. Ces mouvements ont été un peu moins étendus qu'en 1966, année pendant laquelle les avoirs et les engagements avaient progressé de \$4.140 millions et de \$4.760 millions respectivement, mais ils ont été encore très élevés par rapport à ceux des autres années.

En ce qui concerne les composantes devises, le dollar des Etats-Unis a compté pour plus de 85% dans l'augmentation des engagements, et les monnaies de six autres pays communiquant des renseignements, pour moins de 15%. Les engagements en dollars se sont accrus de \$3.260 millions, soit \$110 millions de moins qu'en 1966. Le deutsche mark s'est classé au second rang, avec une augmentation de \$700 millions des engagements libellés en cette monnaie, pendant que le volume des engagements en francs français a diminué de \$430 millions, après avoir progressé de \$460 millions en 1966. La diminution des utilisations du franc français est due principalement au fait que, contrairement à ce qui s'est passé en 1966, les banques belges ont surtout contracté des emprunts en d'autres monnaies que le franc français et principalement en deutsche marks, lorsqu'elles ont fait appel à des concours étrangers pour le compte du Trésor. Dans l'accroissement des avoirs, la composante dollar figure pour 84%, soit un pourcentage bien inférieur à celui de 1966, année pendant laquelle la forte demande de dépôts en Euro-dollars émanant de banques américaines l'avait fait monter à 94%. En ce qui concerne les avoirs en les monnaies des autres pays communiquant des renseignements, l'évolution a présenté de nombreux traits communs avec celle relevée du côté de leurs engagements. L'expansion la plus forte a porté sur les avoirs en deutsche marks, alors que ceux en francs français ont fléchi. Après une diminution de \$180 millions en 1966, les avoirs en sterling ont progressé de \$70 millions en 1967, mais ce mouvement s'est produit en totalité pendant la première moitié de l'année; le second semestre a été marqué, en effet, par un fléchissement

Variations des positions extérieures des banques en certaines monnaies étrangères.

Postes	1965	1966	1967	Montant total en cours à la fin de 1967
	en millions de dollars E. U.			
Banques européennes donnant des renseignements à la B.R.I.				
Engagements				
Dollars	+ 1.710	+ 3.370	+ 3.260	17.980
Autres monnaies*	+ 250	+ 770	+ 550	4.140
<i>dont:</i>				
<i>Livres sterling</i>	- 40	- 20	+ 90	800
<i>Francs suisses</i>	+ 110	+ 290	+ 180	1.400
<i>Deutsche marks</i>	+ 100	+ 700	+ 700	1.670
<i>Francs français</i>	+ 30	+ 460	- 430	160
Total	+ 1.960	+ 4.140	+ 3.810	22.120
Avoirs				
Dollars	+ 2.590	+ 4.470	+ 3.610	19.870
Autres monnaies*	+ 520	+ 290	+ 720	4.570
<i>dont:</i>				
<i>Livres sterling</i>	+ 40	- 180	+ 70	870
<i>Francs suisses</i>	+ 80	+ 170	+ 180	1.110
<i>Deutsche marks</i>	+ 300	+ 30	+ 630	2.050
<i>Francs français</i>	+ 40	+ 320	- 210	240
Total	3.110	4.760	+ 4.530	24.440
Banques canadiennes				
Engagements	- 210	- 240	+ 250	2.410
Avoirs	- 600	+ 190	+ 610	3.580
Banques japonaises				
Engagements	+ 180	- 60	+ 900	3.750
Avoirs	+ 390	+ 280	+ 430	3.680

* Livres sterling, francs suisses, deutsche marks, florins néerlandais, francs français, liras italiennes.

de \$470 millions, reflétant en partie les effets du changement de parité de la livre.

En dernière analyse, le dollar a conservé sa place prépondérante sur les Euro-marchés; à la fin décembre 1967, 81% aussi bien des engagements que des avoirs portaient sur cette monnaie. Le deutsche mark occupait la deuxième place avec 8%, suivi à une certaine distance par le franc suisse. Les positions en sterling représentaient la moitié seulement de celles en deutsche marks, et les positions libellées dans les trois autres monnaies du groupe portaient sur des montants assez faibles. L'utilisation du deutsche mark et du franc suisse a été encouragée en 1967 par l'existence de conditions relativement faciles d'accès au crédit dans les deux pays, et par le report élevé que ces deux monnaies enregistraient à terme. L'importance du sterling, au contraire, a diminué en valeur relative ces dernières années, en raison des difficultés de la balance des paiements du Royaume-Uni.

Les positions extérieures en devises (chiffres bruts) des banques canadiennes et japonaises, qui sont toutefois d'une nature assez différente de celles en Euro-monnaies, se sont sensiblement élargies en 1967. Les avoirs à l'étranger des banques canadiennes se sont accrus de \$610 millions et leurs engagements de \$250 millions. Le renforcement de \$360 millions de leurs avoirs nets à l'étranger, dont la moitié environ vis-à-vis des Etats-Unis, a eu pour contrepartie une augmentation de \$440 millions de leurs engagements nets en devises envers des résidents. Cette augmentation est intervenue surtout pendant le quatrième trimestre de 1967. A cette époque, l'existence d'un déport relativement considérable du dollar canadien et les taux d'intérêt élevés du marché de l'Euro-dollar et du marché monétaire des Etats-Unis avaient permis aux banques canadiennes d'offrir des taux de rémunération très avantageux pour les dépôts en monnaies étrangères qui ne donnent pas lieu, contrairement aux dépôts en dollars canadiens, à la constitution de réserves obligatoires non productives d'intérêts. L'évolution des positions des banques japonaises envers des non-résidents s'est ressentie du resserrement du crédit à l'intérieur et de l'assouplissement, à la suite du déficit de la balance des paiements, des directives officielles visant à modérer les appels des banques japonaises aux Euro-marchés. Après avoir fléchi de \$60 millions en 1966, les engagements des banques japonaises envers des non-résidents se sont accrus l'an dernier de \$900 millions et leurs avoirs à l'étranger de \$430 millions. Toutefois, un montant de \$530 millions sur la progression de \$900 millions des engagements, et pratiquement la totalité de l'augmentation des avoirs, ont été notés vis-à-vis des Etats-Unis.

L'élargissement du marché de l'Euro-dollar. La répartition géographique de l'élargissement des positions extérieures en dollars des banques du groupe des huit pays d'Europe s'est assez profondément modifiée l'an dernier par rapport à 1966. L'accroissement de leurs engagements envers des pays situés en dehors du groupe a représenté en effet 56% de la progression totale en 1967, contre 38% environ au cours de l'année précédente. La participation accrue de pays ne faisant pas partie du groupe à l'offre d'Euro-dollars a été surtout le fait de l'Amérique du Nord. Les engagements en dollars des banques du groupe des huit pays se sont amplifiés; l'accroissement envers les Etats-Unis est en effet passé de \$320 millions en 1966 à \$670 millions en 1967, et envers le Canada de \$100 millions à \$240 millions. L'étendue de l'afflux de fonds en provenance des Etats-Unis, qui s'est produit presque en totalité pendant le quatrième trimestre de 1967, revêt, en particulier, un caractère quelque peu surprenant. L'augmentation des engagements en dollars envers les Etats-Unis avait reflété principalement, en 1966, le dépôt de ressources collectées par des sociétés américaines sur le marché des Euro-obligations, en attendant le moment de leur utilisation effective; en 1965, les résidents

des Etats-Unis n'avaient pas non plus alimenté le marché de l'Euro-dollar pour des montants appréciables. L'afflux étendu du dernier trimestre de 1967 a été peut-être encouragé par le niveau élevé des taux du marché de l'Euro-dollar à cette époque et par les craintes d'une nouvelle aggravation des mesures restrictives appliquées aux Etats-Unis pour redresser la balance des paiements. La majeure partie de l'augmentation des engagements des banques envers le Canada est également intervenue pendant le quatrième trimestre. Les engagements envers les pays ne faisant pas partie des huit (Etats-Unis et Canada non compris) ont progressé de \$930 millions, soit \$80 millions de plus qu'en 1966. Les augmentations les plus étendues ont été surtout relevées dans les engagements envers «d'autres pays d'Europe occidentale» et envers les pays d'Europe de l'Est.

**Positions en dollars, envers des non-résidents,
des banques européennes communiquant des renseignements.**

Positions envers	Engagements				Avoirs			
	Variations en			Montant en cours à la fin de 1967	Variations en			Montant en cours à la fin de 1967
	1965	1966	1967		1965	1966	1967	
en millions de dollars E.U.								
Extérieur de la zone								
Autres pays d'Europe								
occidentale	+ 50	+ 240	+ 310	1.400	+ 290	+ 220	+ 330	1.220
Europe de l'Est	+ 30	+ 70	+ 110	470	+ 80	+ 130	+ 100	770
Canada	- 320	+ 100	+ 240	900	+ 250	- 50	+ 120	740
Japon	+ 10	-	+ 20	70	+ 70	+ 160	+ 360	1.030
Amérique latine	+ 110	+ 120	+ 110	950	+ 90	+ 70	+ 310	760
Moyen-Orient	+ 170	+ 150	+ 120	1.120	+ 60	+ 20	+ 120	310
Divers	+ 110	+ 270	+ 260	1.380	+ 150	+ 120	+ 310	700
Total	+ 160	+ 950	+ 1.170	6.290	+ 990	+ 670	+ 1.650	5.530
Etats-Unis	+ 110	+ 320	+ 670	2.360	+ 190	+ 2.260	+ 960	6.230
Position globale envers l'extérieur de la zone	+ 270	+ 1.270	+ 1.840	8.650	+ 1.180	+ 2.930	+ 2.610	11.760
Intérieur de la zone								
Allemagne fédérale	+ 50	+ 50	+ 550	790	-	+ 110	- 160	320
Belgique	+ 70	+ 300	+ 150	790	+ 50	+ 90	+ 90	550
France	+ 290	+ 200	+ 180	1.220	+ 170	+ 190	+ 230	1.130
Italie	+ 620	+ 270	+ 80	1.590	+ 190	+ 120	+ 120	1.310
Pays-Bas	+ 30	+ 120	+ 100	510	+ 140	+ 200	+ 20	590
Royaume-Uni	- 130	+ 290	+ 40	1.380	+ 660	+ 600	+ 770	3.230
Suède	+ 20	+ 20	+ 30	180	+ 70	+ 20	+ 20	200
Suisse	+ 490	+ 850	+ 290	2.870	+ 130	+ 210	+ 110	780
Position globale envers l'intérieur de la zone	+ 1.440	+ 2.100	+ 1.420	9.330	+ 1.410	+ 1.540	+ 1.200	8.110
Total général	+ 1.710	+ 3.370	+ 3.260	17.980	+ 2.590	+ 4.470	+ 3.810	19.870

Les engagements envers des pays qui communiquent des renseignements à la B.R.I. ont accusé, l'an dernier, une expansion de \$1.420 millions, soit \$680 millions de moins qu'en 1966. Ce ralentissement s'explique, en majeure partie, par une réduction intervenue vis-à-vis de trois pays. Malgré l'allègement prononcé de la position générale de liquidité en Suisse, les engagements envers ce pays se sont accrus de \$290 millions seulement en 1967, contre \$850 millions pendant l'année précédente. Cet écart s'explique, dans une large mesure, par les événements survenus au cours du dernier trimestre des deux années considérées. Pendant les trois derniers mois de 1966, la B.R.I. et la Banque Nationale Suisse avaient placé, en fin d'année, un volume considérable de fonds sur le marché de l'Euro-dollar; de plus, ce dernier avait reçu un apport de quelque \$80 millions en provenance du secteur privé de l'économie suisse. Au contraire, pendant le dernier trimestre de 1967, le secteur privé de l'économie suisse a retiré quelque \$300 millions du marché, en raison de la crise monétaire internationale, et l'accroissement des placements combinés de la Banque Nationale et de la B.R.I. n'a atteint, au cours de la période considérée, qu'environ la moitié du montant du trimestre correspondant de 1966 (voir également page 205). De ce fait, les engagements des banques des pays du groupe envers la Suisse ont augmenté de \$20 millions seulement, pendant le dernier trimestre de 1967, contre \$700 millions pendant le trimestre correspondant de 1966. L'augmentation de \$290 millions enregistrée pour l'ensemble de 1967 a surtout reflété la réexportation, par les banques suisses, de fonds qu'elles avaient reçus pendant la crise du Moyen-Orient.

Le rythme d'expansion des engagements envers la Grande-Bretagne s'est ralenti: \$40 millions en 1967, contre \$290 millions en 1966. Ce recul montre qu'en 1967 aucun apport net de ressources en Euro-dollars aux banques des autres pays d'Europe qui communiquent des renseignements ne s'est opéré, en fait, par l'intermédiaire des banques du Royaume-Uni. Les engagements envers l'Italie se sont accrus de \$80 millions, soit \$190 millions de moins qu'en 1966, en partie parce que, contrairement à ce qui s'était passé pendant les deux années précédentes, le volume des dollars obtenus par les banques italiennes au moyen de swaps traités avec l'Office des Changes n'a accusé aucune nouvelle augmentation majeure en 1967.

En revanche, l'accroissement des engagements envers l'Allemagne fédérale s'est accéléré: \$50 millions en 1966, \$550 millions en 1967. En dépit des \$630 millions de dollars des Etats-Unis obtenus par les banques allemandes, en novembre et en décembre, dans le cadre de swaps avec la Bundesbank, l'augmentation des engagements des banques des autres pays du groupe envers l'Allemagne fédérale s'est chiffrée à \$60 millions seulement pendant le quatrième trimestre de 1967. Ceci s'explique en partie par le fait qu'une fraction importante des dollars ainsi obtenus auprès de la Bundesbank ont simplement pris la place des fonds rapatriés

précédemment par les banques allemandes elles-mêmes; de leur côté, les banques ont utilisé une partie appréciable des dollars cédés par la Bundesbank pour acheter des instruments du marché monétaire des Etats-Unis, de sorte que ces opérations n'ont pas contribué à accroître l'offre d'Euro-dollars.

Du côté des utilisations, les avoirs aux Etats-Unis – dont l'augmentation de \$2.260 millions avait été le trait le plus caractéristique de 1966 – ont progressé de \$960 millions en 1967. De surcroît, sur ce dernier montant, \$200 millions environ ont représenté, comme il vient d'être indiqué, des achats d'instruments du marché monétaire des Etats-Unis par les banques allemandes; comme en 1966, le solde reflète principalement des emprunts de banques américaines au marché de l'Euro-dollar. Les recours beaucoup moins étendus, adressés par les banques américaines à ce marché à la suite de l'amélioration de leur position de liquidité, ont créé des conditions d'accès plus favorables pour d'autres catégories d'emprunteurs. De fait, les créances sur les pays autres que les huit ont augmenté de \$1.650 millions, soit deux fois et demie de plus qu'en 1966. Cette expansion a été assez également répartie; toutefois, l'augmentation la plus forte a été relevée dans les créances sur les banques japonaises. Enfin, après avoir diminué de \$50 millions en 1966, les avoirs au Canada se sont accrus de \$120 millions l'an dernier.

Les créances sur des pays faisant partie du groupe des huit ont augmenté de \$1.200 millions, soit \$340 millions de moins qu'en 1966. Ce ralentissement a été particulièrement prononcé à l'égard de l'Allemagne fédérale, des Pays-Bas et de la Suisse, les trois pays en question ayant enregistré, en 1967, un certain fléchissement de l'activité économique et une amélioration marquée de leur position intérieure de liquidité. L'augmentation de \$110 millions, en 1966, des créances sur l'Allemagne, a même fait place à une contraction de \$160 millions en 1967. Comme au cours des années précédentes, c'est à l'égard de la Grande-Bretagne que l'augmentation des créances (\$770 millions) a été la plus importante; elle a principalement reflété des mouvements d'Euro-dollars des banques des pays du groupe vers des pays situés en dehors du groupe, par l'intermédiaire des banques sises au Royaume-Uni.

Dimensions nettes du marché de l'Euro-dollar. Le tableau de la page 202 donne des indications sur les directions principales prises par le flux des Euro-dollars, sans prétendre pour autant fournir le chiffre du volume effectif des crédits qui empruntent le canal du marché. D'une part, en effet, les données chiffrées sont gonflées, pour des montants appréciables, par des dépôts successifs de banque à banque et par l'existence de certaines positions ayant peu de rapport avec l'activité des Euro-marchés. En second lieu, ces données ne comprennent pas, par exemple, les positions en monnaies étrangères des banques envers leurs résidents; enfin, elles ne reflètent pas entièrement le volume des dollars obtenus par voie de swaps

Estimation des dimensions du marché de l'Euro-dollar.

Postes	Sources			Utilisations			Net		
	1965	1966	1967	1965	1966	1967	1965	1966	1967
chiffres de fin d'année, en milliards de dollars E. U.									
Zone extérieure aux huit pays									
Etats-Unis	0,8	1,1	1,7	1,8	4,1	4,8	+ 1,0	+ 3,0	+ 3,1
Autres pays	4,2	5,1	6,3	3,2	3,9	5,6	- 1,0	- 1,2	- 0,7
Total	5,0	6,2	8,0	5,0	8,0	10,4	--	+ 1,8	+ 2,4
Zone des huit pays									
Organismes monétaires officiels . .	2,2	2,8	3,1	—	—	—	- 2,2	- 2,8	- 3,1
Non-résidents autres que des banques	1,0	1,5	1,9	0,6	0,8	0,7	- 0,4	- 0,7	- 1,2
Résidents autres que des banques, compte tenu des conversions de monnaie nationale ou en mon- naie nationale ou en une devise tierce*	1,8	2,5	3,0	4,4	4,2	4,9	+ 2,6	+ 1,7	+ 1,9
Total	5,0	6,8	8,0	5,0	5,0	5,6	--	- 1,8	- 2,4
Volume net du marché	10,0	13,0	16,0	10,0	13,0	16,0	--	--	--

* A l'exclusion des swaps noués en vertu d'arrangements spéciaux avec des organismes monétaires officiels, mais en comprenant, dans la rubrique «Utilisations», les Euro-dollars mis en œuvre par les banques communiquant des renseignements, pour aménager leur propre position de liquidité et présenter leur bilan sous un jour favorable (conversion temporaire de dollars en monnaie nationale).

contre monnaie nationale ou monnaie tierce, ni l'encours des dollars utilisés sous cette même forme contre lesdites monnaies. Le tableau ci-dessus donne une estimation des dimensions du marché de l'Euro-dollar, après avoir tenu compte, de façon assez approximative, de ces divers facteurs.

Les méthodes utilisées pour parvenir à ces estimations ont été exposées dans le Trente-sixième Rapport annuel mais, pour plus de clarté, des précisions supplémentaires s'imposent, semble-t-il. En bref, le tableau contient les estimations du montant des crédits en Euro-dollars ayant emprunté le canal des banques des huit pays d'Europe qui participent à l'établissement des statistiques du marché. Il n'englobe pas le flux des crédits en Euro-dollars qui, du premier détenteur des fonds aux utilisateurs finaux, ne sont pas passés, à un moment quelconque, par une banque au moins des pays du groupe. En revanche, sont compris les flux des crédits qui sont libellés en dollars pendant une partie seulement de ce processus. Lorsque, par exemple, des fonds en dollars sont acceptés par des banques britanniques et reprêtés sous forme de deutsche marks ou de sterling, ils sont enregistrés dans le tableau à la fois du côté des ressources et du côté des utilisations. Ainsi, dans une certaine mesure, les estimations du tableau ci-dessus englobent des positions qui, dans d'autres tableaux, figurent sous la rubrique «Autres monnaies».

Après ces précisions, il est permis d'estimer que les dimensions du marché de l'Euro-dollar se sont accrues de \$3 milliards en 1967 pour atteindre \$16 milliards.

En ajoutant à ce chiffre les dépôts en les autres monnaies, on peut considérer que l'accroissement global a été de l'ordre de \$3,5 milliards, et que les dimensions totales du marché se situaient à un peu plus de \$19 milliards à la fin de 1967. En ce qui concerne l'origine de l'apport supplémentaire de \$3 milliards de fonds en dollars, \$1,8 milliard a eu sa source dans des pays ne faisant pas partie du groupe qui communique des renseignements (dont \$600 millions fournis par des résidents des Etats-Unis). Sur les \$1,2 milliard en provenance de l'intérieur du groupe des huit pays, \$300 millions environ ont été fournis par des organismes monétaires officiels. Ce dernier chiffre représente essentiellement des dollars cédés par la Bundesbank dans le cadre de swaps à des banques allemandes, qui les ont placés sur le marché. Les placements d'Euro-dollars effectués par la B.R.I. ont aussi légèrement progressé par rapport à 1966, et on a noté une faible augmentation (\$40 millions) du volume des cessions de dollars, dans le cadre de swaps, par l'Office Italien des Changes à des banques commerciales du pays. D'autre part, la Banque Nationale Suisse, qui avait effectué, à la fin de 1966, d'importants dépôts en Euro-dollars, n'a presque pas été dans le marché à la fin de 1967. La raison principale est qu'étant donné la situation monétaire internationale, les banques suisses n'ont pas, comme pendant les années précédentes, couvert leurs besoins de fin d'année en plaçant temporairement des dollars dans le cadre de swaps à la Banque Nationale, mais ont procédé à des ventes pures et simples de cette monnaie. L'augmentation de \$400 millions de l'offre de «non-résidents autres que des banques» a été due principalement à des dépôts supplémentaires effectués par le continent européen auprès de banques du Royaume-Uni. Le solde de l'accroissement (\$500 millions) a surtout reflété le gonflement des dépôts en dollars confiés aux banques par leurs propres résidents.

En ce qui concerne les utilisations, \$2,4 milliards environ des nouveaux fonds se sont dirigés vers des pays ne faisant pas partie du groupe qui communique des renseignements. Si l'accroissement (\$700 millions selon les estimations) des créances sur les Etats-Unis est plus faible que le chiffre mentionné au tableau de la page 202, c'est principalement parce qu'il ne comprend pas les dollars obtenus au moyen de swaps par les banques allemandes et utilisés pour acheter des instruments du marché monétaire des Etats-Unis. A l'intérieur du groupe des huit pays, le volume des dollars reçus par les utilisateurs finaux a augmenté, peut-on estimer, d'environ \$600 millions en 1967. Toujours au sein des huit pays, les prêts des banques à des résidents du groupe (autres que des instituts de crédit) – non compris toutefois les résidents du pays dans lequel ces banques exercent leur activité – ont diminué de \$100 millions environ, en raison surtout des demandes réduites émanant de résidents d'Allemagne fédérale. En revanche, les prêts d'Euro-dollars accordés par les banques du groupe à leurs propres résidents et/ou les swaps de dollars en

monnaie nationale ou en monnaie tierce se sont accrus, semble-t-il, de quelque \$700 millions en 1967, après avoir accusé apparemment un léger fléchissement en 1966. La différence entre les deux années tient essentiellement au fait qu'en 1966 les banques ont eu tendance à réduire le volume total des swaps de dollars en monnaie nationale ou en monnaie tierce, l'exemple le plus frappant étant constitué par les conversions en dollars, de sterling principalement, opérées par les banques du Royaume-Uni pour un montant de \$430 millions. En 1967, au contraire, avec le fléchissement accentué des demandes de dollars de la part des banques américaines, et avec l'apparition de phénomènes de défiance qui ont favorisé un tel mouvement, les conversions de dollars en monnaies autres que le sterling ont atteint, semble-t-il, un volume appréciable. De surcroît, dans un ou deux pays, on a également constaté, en 1967, un accroissement substantiel des prêts purs et simples en dollars accordés par les banques aux résidents.

Du point de vue des positions nettes, on a relevé, pour 1967, une nouvelle augmentation modérée des prêts aux Etats-Unis et un développement continu des emprunts contractés par les pays qui communiquent des renseignements. Toutefois, contrairement à ce qui s'est passé en 1966, l'apport net d'Euro-dollars en provenance des pays (autres que les Etats-Unis) ne faisant pas partie du groupe a diminué de \$500 millions. Du point de vue de l'expansion du marché, le trait caractéristique de 1967 a donc été l'existence d'un apport net de fonds, en provenance de la zone qui communique des renseignements et à destination de pays autres que les Etats-Unis (Amérique latine et Japon principalement) et aussi, dans une plus faible mesure, vers les Etats-Unis.

Fluctuations des positions extérieures des différents pays. L'accroissement des engagements en devises des banques du Royaume-Uni envers des non-résidents s'est nettement ralenti, tombant de \$2.470 millions en 1966 à \$1.960 millions en 1967; de même, la progression de leurs avoirs a fléchi de \$2.870 millions à \$1.970 millions. Tout en demeurant appréciable, la participation des banques du Royaume-Uni à l'expansion globale du marché a donc été considérablement moins étendue qu'en 1966. Ce ralentissement peut paraître quelque peu paradoxal si on tient compte des conversions en Euro-monnaies effectuées par des porteurs étrangers de sterling. Il a été dû, en partie, à la réduction du volume des nouveaux emprunts contractés par les banques des Etats-Unis auprès de leurs agences de Londres. Néanmoins, à la fin de 1967, ces agences représentaient encore plus de la moitié du total des positions extérieures en dollars des banques exerçant leur activité au Royaume-Uni. Une autre raison du ralentissement du mouvement d'expansion réside dans des conversions d'Euro-monnaies en or, et dans des retraits de précaution de dépôts en Euro-dollars à l'occasion des crises de la livre. Si le ralentissement du rythme de

Positions en monnaies étrangères, envers des non-résidents, de banques européennes qui communiquent des renseignements.

Banques	Engagements		Avoirs		Position nette		Total
	Dollars	Autres monnaies recensées*	Dollars	Autres monnaies recensées*	Dollars	Autres monnaies recensées*	
	variations entre fin 1966 et fin 1967, en millions de dollars E. U.						
Allemagne fédérale . . .	- 50	-	+ 630	- 10	+ 680	- 10	+ 670
Belgique-Luxembourg . .	+ 220	+ 110	+ 240	+ 30	+ 20	- 80	- 60
France	+ 370	+ 260	+ 30	+ 370	- 340	+ 110	- 230
Italie	+ 210	+ 190	+ 170	+ 40	- 40	- 150	- 190
Pays-Bas	+ 20	- 50	+ 100	- 30	+ 80	+ 20	+ 100
Royaume-Uni	+ 1.970	- 10	+ 1.880	+ 90	- 90	+ 100	+ 10
Suède	- 20	- 50	+ 20	+ 60	+ 40	+ 110	+ 150
Suisse	+ 540	+ 100	+ 740	+ 170	+ 200	+ 70	+ 270
Variation totale . . .	+ 3.260	+ 550	+ 3.810	+ 720	+ 550	+ 170	+ 720

* Livres sterling, francs suisses, deutsche marks, francs français, florins néerlandais, lires italiennes.

progression des avoirs a été plus accentué que celui de l'augmentation des engagements, c'est parce que le volume des conversions de sterling en monnaies des pays du groupe avait été considérable en 1966. En 1967, les banques du Royaume-Uni ont converti \$90 millions environ de dollars en les autres monnaies des pays du groupe, alors que leur position globale nette en devises est demeurée virtuellement inchangée.

Sur les \$1.970 millions d'augmentation des engagements en dollars des banques britanniques, \$430 millions ont été contractés envers les Etats-Unis et \$230 millions vis-à-vis du Canada. Les engagements envers des résidents allemands ont progressé de \$120 millions à \$450 millions. Du côté des avoirs, les fluctuations les plus étendues ont été une augmentation de \$580 millions des créances sur les Etats-Unis et de \$370 millions sur le Japon; en revanche, les créances sur l'Allemagne fédérale ont diminué de \$130 millions.

Les mouvements de défiance, qui ont provoqué la diminution du rythme d'accroissement des positions extérieures en devises des banques du Royaume-Uni, ont eu tendance à accélérer la cadence d'augmentation des positions des banques suisses. Après avoir fait preuve d'une très grande stabilité en 1966, les engagements en devises des banques suisses envers l'extérieur ont augmenté, en 1967, de \$640 millions et leurs avoirs à l'étranger de \$910 millions. L'amélioration de \$270 millions de leur position extérieure nette a été due, en partie, à une légère augmentation des placements de la B.R.I. sur les Euro-marchés; d'autre part, elle s'explique, semble-t-il, à concurrence de plus de la moitié, par des emplois de fonds réfugiés en Suisse au moment de la crise du Moyen-Orient. Toutefois, en tenant compte du

renforcement de la position de liquidité du pays et de l'étendue des afflux de francs suisses, le volume des exportations nettes de fonds en monnaies étrangères par les banques suisses a été plutôt modeste. Une des raisons en est que, par suite d'un affaiblissement de la confiance, les mouvements des cours sur le marché des changes à terme ne laissaient que peu de possibilités d'arbitrer du franc suisse en se couvrant à terme.

En raison des mesures prises par la Bundesbank pour créer une plus large aisance monétaire, et du manque de débouchés de crédit en Allemagne fédérale, ce sont les banques allemandes qui, parmi toutes les banques européennes communiquant des renseignements, ont enregistré la modification la plus accentuée de leurs positions nettes. Leurs engagements extérieurs en devises ont fléchi de \$50 millions pour se situer à \$330 millions, alors que leurs avoirs à l'étranger ont progressé de \$620 millions pour atteindre \$1.140 millions. La totalité de l'accroissement (\$670 millions) de leurs avoirs nets a été libellée en dollars des Etats-Unis. Comme cela a été le cas en Suisse, les placements des banques allemandes sur les Euro-marchés ont été toutefois limités, à certaines occasions, par les conditions du marché des changes à terme. Pour l'ensemble de 1967, la couverture à terme des \$630 millions d'augmentation des avoirs des banques allemandes à l'étranger a été fournie, en fait, par la Bundesbank à des cours préférentiels. En dépit du dénouement des opérations conclues par les banques allemandes en fin d'année, et d'une nouvelle augmentation de \$230 millions des engagements de swap de la Bundesbank, les avoirs en dollars ont augmenté de \$110 millions seulement pendant le premier trimestre de 1968. Les banques allemandes ont, en revanche, transféré un volume de fonds considérable de New York vers le marché de l'Euro-dollar; leurs créances sur des résidents des Etats-Unis ont fléchi de \$160 millions, et celles sur la Grande-Bretagne se sont accrues de \$230 millions.

Les fluctuations des positions des banques françaises envers l'étranger se sont également ressenties des tensions dans le domaine monétaire international. Contrairement à ce qui s'est passé en Suisse, l'accroissement des engagements extérieurs des banques françaises a principalement porté sur la composante devises. En outre, le dollar a représenté les trois cinquièmes environ de l'augmentation de \$630 millions de leurs engagements en devises envers des non-résidents, alors que les monnaies des autres pays du groupe ont formé la totalité de l'accroissement de \$400 millions de leurs avoirs à l'étranger. Il en découle que le fléchissement de \$230 millions des positions globales nettes des banques françaises a été la résultante d'une réduction de \$340 millions de leurs avoirs nets en dollars et d'une augmentation de \$110 millions des avoirs nets en d'autres monnaies. L'affaiblissement des positions nettes en dollars des banques françaises s'est surtout manifesté, semble-t-il, en novembre; au cours de ce mois, en effet, ces banques ont, non seulement enregistré une forte

augmentation de leurs engagements en dollars, mais ont réduit en même temps le volume de leurs avoirs en cette monnaie. Sur les \$410 millions d'augmentation des engagements en dollars des banques françaises pendant le quatrième trimestre, \$170 millions ont été relevés vis-à-vis de l'Italie, \$100 millions vis-à-vis de la Grande-Bretagne, \$100 millions également vis-à-vis de l'Allemagne fédérale et \$55 millions vis-à-vis des Etats-Unis.

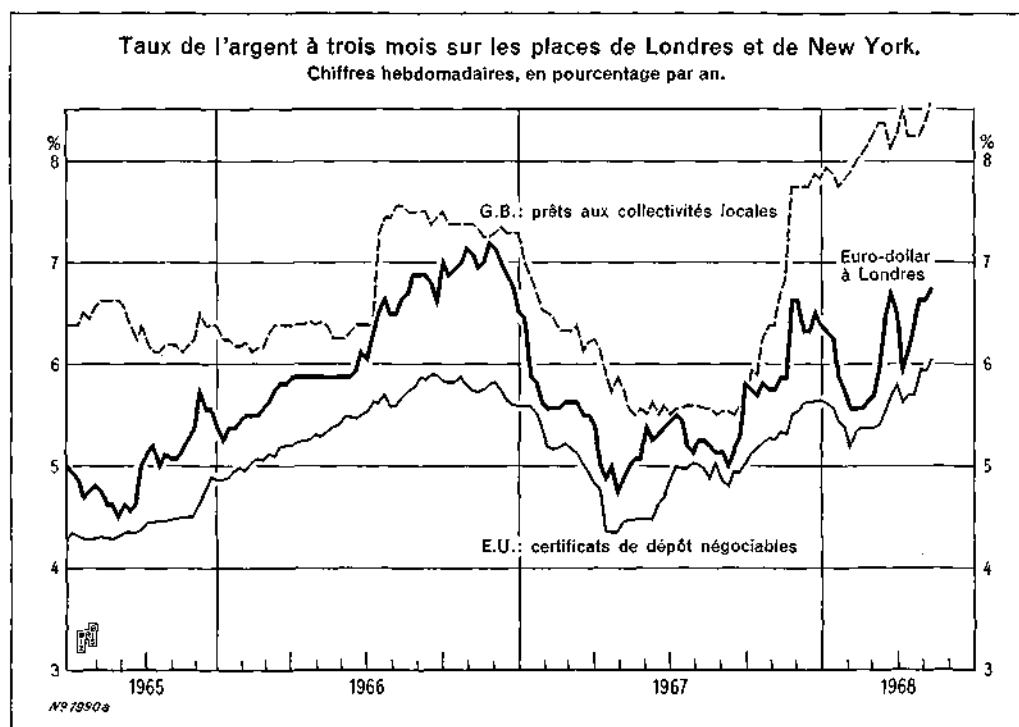
Les mouvements des positions des banques italiennes envers l'étranger ont reflété le raffermissement de la demande de crédit à l'intérieur, et le retour, pendant une partie de 1967, à des conditions un peu plus faciles sur le marché des Euro-monnaies. Leurs engagements en devises envers des non-résidents se sont accrus de \$400 millions et leur position nette, après s'être améliorée de \$590 millions et de \$320 millions respectivement en 1965 et 1966, s'est affaiblie de \$190 millions pour se situer à \$20 millions. Leurs créances en devises sur des résidents ont progressé de \$190 millions en 1967 pour se situer à \$2.170 millions; d'autre part, des modifications appréciables sont intervenues dans la composition en devises de ce total: les encours en dollars et en francs français envers des résidents ont fléchi, en effet, de \$500 millions et de \$150 millions respectivement, tandis qu'en deutsche marks et en francs suisses, ils ont progressé de \$680 millions et de \$140 millions respectivement. Pour expliquer ces augmentations, il suffit de considérer qu'à la suite de l'élargissement du déport du dollar par rapport à ces deux monnaies, les banques italiennes ont été en mesure d'offrir à leur clientèle des taux plus avantageux pour des fonds provenant de conversions de dollars en deutsche marks et en francs suisses, que pour des crédits purs et simples en dollars.

Aux Pays-Bas et en Suède, où les mouvements du cycle économique ont été, dans l'ensemble, comparables à ceux d'Allemagne sans être pour autant aussi accentués, les banques ont, à l'exemple de celles d'Allemagne fédérale, réduit leurs engagements en devises envers des non-résidents et renforcé leurs avoirs en devises à l'étranger. Aussi la position extérieure nette des banques néerlandaises s'est-elle améliorée de \$100 millions et celle des banques suédoises de \$150 millions.

Par rapport à 1966, l'élargissement des positions extérieures en devises des banques belges et luxembourgeoises s'est ralenti, tout en demeurant encore appréciable; leurs engagements ont, en effet, progressé de \$330 millions et leurs avoirs de \$270 millions. L'affaiblissement de \$60 millions de leur position nette a porté sur des monnaies étrangères autres que le dollar. Leurs engagements nets en deutsche marks ont progressé de presque zéro à \$370 millions et ceux en francs français se sont réduits de \$330 millions. A la fin de 1967, la Belgique était le seul pays communiquant des renseignements, dont les banques avaient des positions nettes en devises affectées du signe négatif pour un montant important. Cette situation s'explique

principalement par les besoins financiers du Trésor belge qui contracte ses emprunts à l'étranger par l'intermédiaire, pour partie, des établissements de crédit du pays. En tenant compte de leurs créances nettes en devises sur les résidents, les banques belges détenaient, à la fin de 1967, des avoirs nets en monnaies étrangères pour \$60 millions environ.

Mouvements dans les taux d'intérêt. Sur les Euro-marchés, l'année 1967 a commencé dans le calme et s'est terminée dans la tourmente. L'assouplissement de la politique de resserrement monétaire aux Etats-Unis et dans plusieurs pays d'Europe, combiné avec les facteurs saisonniers habituels, a amené une détente marquée des conditions au cours de la seconde quinzaine de décembre 1966 et des quatre premiers mois de 1967. Les banques des Etats-Unis ont remboursé une partie importante de leurs emprunts en Euro-dollars et les banques allemandes, devant la stagnation de la demande de crédit de l'économie interne, ont placé des fonds en abondance sur le marché. Toutes ces opérations ont contribué à faire baisser le taux des dépôts en dollars à trois mois sur la place de Londres du maximum atteint début décembre 1966, soit un peu plus de 7%, à 4¾% fin avril. L'écart de taux par rapport à ceux des certificats de dépôts à trois mois émis par les banques de la place de New York, après avoir dépassé 1% pendant la majeure partie du dernier trimestre de 1966, s'est réduit à environ ¾%.



Avec le fléchissement des taux d'intérêt, le volume des opérations traitées sur le marché s'est stabilisé; le mois de janvier a été marqué par la contraction saisonnière très prononcée, et les trois mois suivants n'ont guère apporté de changements, ni dans un sens, ni dans l'autre. Comme pendant presque toute cette période, l'écart sur les opérations d'arbitrage (après couverture à terme) était favorable au sterling, les banques anglaises ont utilisé, pendant le premier trimestre de 1967, une grande partie des fonds refluant des banques des Etats-Unis, et des capitaux empruntés en vue de la fin de l'année pour effectuer des placements en instruments du marché monétaire de Londres; leurs engagements nets en dollars à l'égard de l'étranger se sont accrus de \$520 millions. En outre, les banques communiquant des renseignements ont traité des swaps dollars contre autres Euro-monnaies pour des montants considérables; enfin, la demande de dépôts en Euro-dollars a été quelque peu renforcée par un recours accru des banques japonaises au marché.

Au début de mai, la tendance a commencé à se raffermir. L'augmentation de la demande semble être venue surtout de pays autres que ceux qui communiquent des renseignements. Au cours de la seconde quinzaine du mois, une nouvelle vague d'achats d'or pour le compte de particuliers, partiellement financés au moyen d'Euro-monnaies, a provoqué un resserrement du marché. Les taux d'intérêt aux Etats-Unis s'orientant de nouveau à la hausse, les banques de ce pays ont commencé, en mai, à ralentir le rythme de leurs remboursements d'Euro-dollars et, en juin, elles se sont remises à développer la collecte de ces dépôts. La demande de fonds en prévision de la fin du semestre et la guerre au Moyen-Orient ont ensuite engendré de nouvelles tensions. Le taux des dépôts à trois mois est passé de $4\frac{3}{4}\%$ au début de mai 1967 à $5\frac{5}{8}\%$ le mardi 6 juin, mais, par suite de la cessation des hostilités au Moyen-Orient et du soutien apporté au marché par la B.R.I., il est tombé à $5\frac{1}{4}\%$ à la fin de la semaine. Pendant la seconde moitié de juin, la demande a commencé à faire preuve d'une nouvelle vigueur, en partie à la suite de la recrudescence des emprunts des banques américaines, et le taux s'est élevé à $5\frac{1}{2}\%$ début juillet. Cette tension des taux de l'Euro-dollar pendant le second trimestre contrastait avec le retour à l'aisance monétaire en Europe; aussi, l'écart sur les opérations d'arbitrage (déduction faite du coût de la couverture à terme) a-t-il eu tendance à devenir favorable au dollar. Il en est résulté un important mouvement de conversion en dollars de fonds placés en Euro-deutsche marks et en Euro-francs suisses, ainsi qu'un certain mouvement de conversion de sterling en dollars. La position extérieure nette des banques britanniques en monnaies étrangères s'est améliorée de \$320 millions en ce qui concerne le dollar, mais a fléchi de \$260 millions pour les autres monnaies.

Au cours de l'été, la demande d'Euro-dollars émanant de pays ne faisant pas partie de la zone qui communique des renseignements (Etats-Unis non compris) a commencé à se calmer notablement. Au Royaume-Uni, le taux des dépôts auprès des collectivités locales (déduction faite du coût de la couverture à terme) était tombé, dans l'intervalle, sensiblement en dessous de celui des dépôts en dollars; d'autre part, l'évolution de la confiance dans le sterling a incité des non-résidents détenteurs d'avoirs en cette monnaie à sortir de la livre. Les banques suisses ont commencé à réexporter les fonds qui avaient afflué vers elles lors des événements du Moyen-Orient. La persistance d'un climat d'aisance monétaire dans plusieurs pays d'Europe continentale a également contribué à accroître l'offre d'Euro-dollars. Ces deux éléments combinés, à savoir ralentissement du rythme d'expansion de la demande d'Euro-dollars et accélération des offres, ont amené une détente des conditions sur le marché. Le taux des dépôts en dollars à trois mois est revenu à $5\frac{1}{8}\%$ pendant la seconde moitié de juillet. La prime sur les taux des certificats de dépôts de la place de New York, qui s'était élargie jusqu'à dépasser $\frac{1}{2}\%$ en mai et juin, a fléchi au-dessous de $\frac{1}{8}\%$. Cette relative modicité du coût des fonds en Euro-dollars peut permettre d'expliquer pourquoi, au troisième trimestre, les banques des Etats-Unis, qui ont augmenté de plus de \$800 millions leurs recours au marché, ont formé le principal groupe d'emprunteurs.

A la fin de l'été, les taux ont commencé à se raffermir, et celui des dépôts à trois mois sur la place de Londres est passé du minimum de 5% atteint pendant la première quinzaine de septembre à environ $5\frac{3}{4}\%$ au début d'octobre. Cette montée a résulté en partie du raffermissement saisonnier de la demande en prévision des besoins de fin d'année, mais le nouveau resserrement des marchés financiers aux Etats-Unis a aussi favorisé la reprise de la hausse des taux sur les dépôts en dollars. Pendant la semaine qui a suivi la dévaluation de la livre sterling, le renforcement des mesures de restriction du crédit en Grande-Bretagne et aux Etats-Unis, l'amorce d'un mouvement de fuite devant le dollar vers d'autres monnaies et une intensification de la demande de dollars en vue d'achats d'or, ont provoqué une nette accentuation des pressions sur le marché. De surcroît, ces événements ont coïncidé avec l'habituelle pointe saisonnière. Enfin, l'affaiblissement du cours du dollar sur le marché à terme par rapport aux monnaies d'Europe continentale a menacé de provoquer une fuite massive devant le dollar de fonds employés dans des opérations d'arbitrage avec couverture à terme. Devant cette situation, les Gouverneurs des banques centrales membres du pool de l'or, réunis à Francfort à la fin de la semaine au cours de laquelle la livre avait été dévaluée, ont arrêté diverses mesures pour atténuer les pressions exercées sur le marché (décrites en pages 53 et 194). A la suite de ces interventions officielles, le taux

de l'Euro-dollar à trois mois, qui était monté en flèche à $6\frac{3}{8}\%$ le 21 novembre et s'était encore avancé jusqu'à $6\frac{7}{8}\%$ au début de la semaine suivante, est revenu à $6\frac{3}{8}\%$ environ début décembre, et a oscillé autour de ce niveau pendant le reste du mois. Pendant le quatrième trimestre, l'affaiblissement du sterling sur le marché à terme a déterminé un élargissement de l'écart défavorable à la livre sur les opérations d'arbitrage traitées avec couverture à terme et la position extérieure en devises des banques du Royaume-Uni s'est améliorée de \$240 millions.

Le mois de janvier 1968 a été marqué, comme d'habitude, par la détente saisonnière des conditions du marché et le taux à trois mois a fléchi à $5\frac{1}{2}\%$. Le nouveau programme de redressement de la balance des paiements des Etats-Unis semble, à première vue, ne pas avoir exercé d'effets de tension sur le marché. Ses effets probablement négatifs ont été compensés, et au-delà, par le fait que les prévisions d'une hausse des taux auxquelles il a donné naissance ont conduit les sociétés américaines à lancer un volume considérable d'emprunts sous forme d'Euro-émissions, dont le produit a été placé en partie sur le marché des Euro-monnaies. Au début de mars, en revanche, de nouveaux retraits d'Euro-dollars, en liaison avec une recrudescence des demandes d'or, ont provoqué un vif resserrement. Malgré une forte augmentation des swaps noués par la Bundesbank, le marché s'est fortement resserré et le taux des dépôts à trois mois a atteint 7% juste avant la suspension des arrangements du pool de l'or. Peu de temps après, les conditions du marché se sont détendues et le taux est retombé à 6% au début d'avril; mais le répit a été de courte durée. Déjà, pendant la seconde quinzaine d'avril, la nouvelle aggravation des restrictions monétaires aux Etats-Unis, et aussi, peut-être, les premières répercussions du programme de redressement de la balance des paiements, ont commencé à exercer des pressions à la hausse sur les taux des Euro-dollars. Au milieu de mai, le taux à trois mois était remonté à $6\frac{7}{8}\%$, et la recrudescence des tensions a contribué, vers la fin du mois, à le porter à $7\frac{1}{4}\%$, niveau sans précédent à cette époque de l'année.

Contrairement à la tendance saisonnière, les dimensions du marché des Euro-monnaies ont continué à s'élargir pendant le premier trimestre de 1968. En plus du produit des émissions d'Euro-obligations et du reflux de fonds provoqué par le dénouement des opérations de fin d'année, les principales sources de l'offre ont été les banques allemandes et canadiennes, qui ont procédé à d'importants transferts de dollars des Etats-Unis vers le marché de l'Euro-dollar. La B.R.I., au contraire, a fortement réduit le volume de ses placements en Euro-dollars. Du côté des utilisations, les banques américaines et, dans une moindre mesure, les banques japonaises, ont contracté, semble-t-il, des emprunts sur le marché pour des montants considérables.

VI. ACCORD MONÉTAIRE EUROPÉEN.

L'Accord Monétaire Européen (A.M.E.), qui est entré en vigueur le 27 décembre 1958, sert de cadre à la coopération entre les autorités monétaires des Parties Contractantes, et vise, d'une façon générale, à encourager le multilatéralisme dans les échanges internationaux et la convertibilité monétaire. Du point de vue de son fonctionnement, il comporte deux éléments principaux: le Fonds Européen, duquel les membres peuvent recevoir une aide à court ou à moyen terme lorsqu'ils éprouvent des difficultés de balance des paiements; le Système Multilatéral de Règlements, grâce auquel la banque centrale de chaque pays membre est assurée d'obtenir le règlement en dollars, à un taux de change connu d'avance, de ses avoirs en monnaies des autres pays membres. Le fonctionnement de l'Accord est assuré par le Conseil de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (O.C.D.E.) et par un Comité Directeur. La Banque des Règlements Internationaux, agissant en qualité d'Agent, est chargée de l'exécution de toutes les opérations financières au titre de l'Accord.

Modification de l'Accord.

A la suite d'un examen général effectué en 1965, l'Accord a été prorogé, avec certaines modifications, pour une nouvelle période de trois ans se terminant le 31 décembre 1968. Le Comité Directeur examine actuellement les propositions à soumettre au Conseil en vue de proroger l'Accord au-delà de cette date.

En mai 1967, le Comité Directeur a proposé d'apporter divers amendements à l'Accord en vue de permettre au Fonds Européen d'obtenir des crédits spéciaux non seulement des Parties Contractantes, mais également d'institutions financières internationales situées sur le territoire d'une Partie Contractante. Les propositions du Comité ont été décrites en détail dans le Rapport de l'an dernier (page 199). Le Conseil a adopté les propositions du Comité le 20 juin 1967 et les amendements correspondants apportés à l'Accord sont entrés en vigueur à cette date.

Opérations effectuées au titre de l'Accord.

Fonds Européen. A la fin de mars 1967, les crédits en cours s'élevaient à un total de \$100 millions* sur lequel \$70 millions représentaient les cinq tranches du sixième crédit accordé à la Turquie, les \$30 millions restants représentant le crédit accordé à la Grèce en février 1966.

* Pour plus de commodité, le signe \$ est utilisé tout au long du présent chapitre, que le montant en cause soit libellé en dollars E.U., en or ou en unités de compte A.M.E.

Le 23 mai 1967, le Conseil a décidé d'accorder, avec effet au 1^{er} juin 1967, un septième crédit à la Turquie, d'un montant de \$25 millions. La durée du crédit a été fixée à trois ans, délai maximum consenti au titre de l'Accord, mais la Turquie a été également mise au bénéfice de la disposition spéciale de l'Accord, prévoyant deux années supplémentaires pour le remboursement. L'amortissement s'effectuera donc de la façon suivante: \$5 millions seront remboursés à la fin de la troisième année, \$5 millions à la fin de la quatrième année, et les \$15 millions restants à la fin de la cinquième année. Les intérêts sont à verser sur le montant de l'encours, au taux de 3⁷/₈ % par an. La Turquie a intégralement tiré son crédit le 1^{er} juin 1967, date à laquelle il a été mis à sa disposition. Aucun autre crédit n'a été consenti ou tiré pendant l'année se terminant le 31 mars 1968, et l'on n'a pas non plus enregistré de remboursement sur les crédits en cours durant cette période. Le tableau ci-dessous indique la situation à la date de valeur des

A. M. E.: Utilisation des crédits consentis par le Fonds Européen.

A la date de valeur des règlements du mois	Grèce		Islande		Espagne		Turquie		Totaux		Total des crédits accordés	
	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé		
en millions d'unités de compte												
1959												
février	15,0	—	—	—	—	—	21,5	—	36,5	—	36,5	
décembre	—	—	—	—	51,0	24,0	0,5	21,0	51,5	45,0	96,5	
1960												
décembre	—	—	5,0	7,0	76,0	24,0	15,0	21,5	96,0	52,5	148,5	
1961												
décembre	—	—	7,0	5,0	—	—	—	50,0	7,0	55,0	62,0	
1962												
décembre	—	—	5,0	—	—	—	—	80,0	5,0	80,0	85,0	
1963												
décembre	—	—	—	—	—	—	—	95,0	—	95,0	95,0	
1964												
décembre	—	—	—	—	—	—	—	105,0	—	105,0	105,0	
1965												
décembre	—	—	—	—	—	—	—	90,0	—	90,0	90,0	
1966												
février	25,0	5,0	—	—	—	—	—	90,0	25,0	95,0	120,0	
mars	—	30,0	—	—	—	—	—	90,0	—	120,0	120,0	
octobre	—	30,0	—	—	—	—	—	80,0	—	110,0	110,0	
1967												
mars	—	30,0	—	—	—	—	—	70,0	—	100,0	100,0	
juin	—	30,0	—	—	—	—	—	95,0	—	125,0	125,0	
1968												
mars	—	30,0	—	—	—	—	—	95,0	—	125,0	125,0	

**A.M.E.: Paiements effectués dans le cadre du Système
Multilatéral de Règlements.**

Pays	Paiements effectués (+) ou reçus (-) par le Fonds								Montant net des règlements
	1959	1960	1961	1962	1963	1964	1967	Total 1959-67	
	en milliers de dollars E.U.								
Allemagne fédérale .	—	—	—	—	—	—	+ 3.444	+ 3.444	+ 3.444
Autriche ..	+10.527	+ 8.676	+ 5.880	—	—	—	+ 823	+25.906	+25.906
Belgique ..	—	—	—	—	—	—	+ 633	+ 633	+ 633
Danemark .	+ 10 - 67	+ 207 - 83	+ 23	—	—	—	+ 1.830 - 2.434	+ 2.070 - 2.584	- 514
Espagne ..	—	—	—	—	—	—	+ 53	+ 53	+ 53
France ...	—	—	—	—	—	—	+ 1.383	+ 1.383	+ 1.383
Grèce	—	—	+ 262	—	+ 286	+ 141	+ 1.210	+ 1.898	-26.864
Islande ...	—	—	—	—	—	—	+ 306	+ 306	+ 273
Italie	+ 243	—	—	—	—	—	+ 1.047	+ 1.290	+ 1.290
Norvège ..	+ 44 - 876	+ 343 - 1.045	+ 274 - 251	+ 97 - 323	+ 130 - 10	—	+ 12	+ 902 - 2.505	- 1.604
Pays-Bas .	+ 1.400 - 1.378	—	—	—	—	—	+ 1.504	+ 3.004 - 1.378	+ 1.626
Portugal ..	—	—	—	—	—	—	+ 1.926	+ 1.926	+ 1.926
Royaume-Uni	—	—	—	—	—	—	+ 624	+ 624	-16.744
Suède ...	—	—	—	—	—	—	+ 2.447	+ 2.447	+ 2.204
Suisse ...	—	—	—	—	—	—	+ 2.338	+ 2.338	+ 2.338
Turquie ..	+ 2.350 - 1.304	+ 2.202 - 1.016	+ 654 - 1.895	+ 2.539	+ 667 - 337	+ 799 - 141	+ 132	+ 9.344 - 4.694	+ 4.650
Total	14.574	11.428	7.093	2.636	1.083	940	19.812	57.567	—

règlements multilatéraux (c'est-à-dire le cinquième jour ouvrable du mois suivant) pour février 1959, date à laquelle les premiers crédits ont été accordés, pour la fin de chaque année de 1959 à 1965, et pour chacun des mois de la période décembre 1965-mars 1968 au cours desquels des changements sont intervenus.

Vingt-sept tirages s'élevant à \$344,5 millions au total ont été effectués sur les divers crédits accordés par le Fonds Européen entre juin 1959 (date du premier tirage) et le mois de mars 1968. Sur ce montant, \$219,5 millions ont été remboursés. A fin mars 1968, le montant non encore remboursé s'élevait ainsi à \$125 millions, soit \$95 millions pour la Turquie et \$30 millions pour la Grèce.

Pendant la période sous revue, il n'a été procédé à aucun appel de capital; le montant des contributions versées s'est donc maintenu sans changement à \$38 millions. Avec les \$148 millions provenant du capital de l'ancienne U.E.P., le Fonds dispose ainsi d'un capital versé de \$186 millions, tandis que le capital non appelé s'élève toujours à \$421 millions.

Système Multilatéral de Règlements. Le tableau de la page précédente donne des détails sur les transactions effectuées par le Fonds au titre du Système Multilatéral de Règlements pendant chaque année financière depuis l'entrée en vigueur de l'Accord.

Les transactions effectuées au cours des premières années avaient trait au règlement des soldes détenus au titre des accords bilatéraux de paiement, et le fléchissement accéléré du volume de ces transactions jusqu'en 1964 est dû à l'expiration de ces accords. Au cours de cette période, des règlements liés à l'application de la garantie de change accordée aux avoirs des banques centrales membres en monnaies d'autres pays membres n'ont été opérés qu'à trois reprises, et cela pour de faibles montants.

Après l'expiration, en octobre 1964, du dernier accord bilatéral de paiements existant entre des pays membres, à savoir l'accord entre la Grèce et la Turquie, il n'a pas été fait usage pendant trois ans du mécanisme de règlement. En novembre 1967, en revanche, le Système Multilatéral est de nouveau entré en fonction en raison du réalignement des taux de change qui a fait suite à la dévaluation de la livre sterling. Etant donné que les changements de parité sont entrés en vigueur à des dates différentes, il a fallu procéder à trois règlements spéciaux en application de la garantie de change: le 29 novembre, règlement de vingt soldes en livres (pour un montant de \$17,4 millions) et en pesetas (pour un montant de \$0,1 million); le 30 novembre, règlement de quinze soldes en couronnes danoises pour un total de \$2,4 millions, et le 5 décembre, règlement de deux soldes en couronnes islandaises représentant ensemble \$9.439. Le montant global de ces soldes, soit environ \$19,8 millions, a été supérieur à la valeur totale des règlements enregistrés auparavant en n'importe quelle année; le montant cumulé des règlements au titre du Système Multilatéral dépasse maintenant le chiffre de \$57,5 millions.

Il n'a été procédé à aucun tirage au titre du financement intérimaire dans le cadre de l'Accord pendant l'année.

Situation des comptes.

Les opérations du Fonds, telles qu'elles sont décrites dans les pages précédentes, ressortent clairement du résumé de la situation des comptes reproduit ci-après.

Les crédits et créances en cours, qui étaient à l'ouverture des comptes de \$35 millions (montant des créances à long terme sur la Norvège et la Turquie transférées de l'Union Européenne de Paiements), avaient atteint, à fin mars 1967, \$120,5 millions sur lesquels \$100 millions représentaient le montant des crédits non encore remboursés et \$20,5 millions le solde des créances à long terme sur la Norvège et la Turquie. A la suite du tirage par la Turquie de la totalité du septième crédit, d'un montant de \$25 millions, qui lui avait été accordé avec effet au 1^{er} juin, ce total s'est établi à \$145,5 millions, chiffre jamais égalé

A.M.E.: Résumé de la situation des comptes du Fonds Européen.

A la date de valeur des règlements du mois	Actif				Total de la situation	Passif	
	Avoirs liquides	Compte auprès du Trésor américain	Capital non appelé des pays membres	Crédits et créances en cours		Capital	Compte de profits et pertes
en millions d'unités de compte							
A l'origine	113,0	123,5	328,4	35,0	600,0	600,0	—
1959 décembre	104,4	123,5	302,9	80,0	610,9	607,5	3,4
1960 décembre	106,4	123,5	297,9	87,5	615,3	607,5	7,8
1961 décembre	109,2	123,5	297,9	87,8	618,4	607,5	10,9
1962 décembre	90,4	123,5	297,9	110,5	622,3	607,5	14,8
1963 décembre	92,1	123,5	297,9	123,1	626,6	607,5	19,1
1964 décembre	79,3	123,5	297,9	130,6	631,4	607,5	23,9
1965 décembre	101,3	123,5	297,9	113,1	635,8	607,5	28,3
1966 décembre	89,4	123,5	297,9	130,5	641,3	607,5	33,8
1967 janvier	88,9	123,5	297,9	130,5	640,9	607,5	33,4
février	89,1	123,5	297,9	130,5	641,1	607,5	33,6
mars	99,2	123,5	297,9	120,5	641,2	607,5	33,7
avril	99,3	123,5	297,9	120,5	641,3	607,5	33,8
mai	74,5	123,5	297,9	145,5	641,4	607,5	33,9
juin	76,6	123,5	297,9	145,5	643,5	607,5	36,0
juillet	76,3	123,5	297,9	145,5	643,2	607,5	35,7
août	76,4	123,5	297,9	145,5	643,3	607,5	35,8
septembre	76,5	123,5	297,9	145,5	643,5	607,5	36,0
octobre	76,6	123,5	297,9	145,5	643,6	607,5	36,1
novembre	76,8	123,5	297,9	145,5	643,7	607,5	36,2
décembre	82,6	123,5	297,9	142,8	646,9	607,5	39,4
1968 janvier	82,2	123,5	297,9	142,8	646,5	607,5	39,0
février	82,3	123,5	297,9	142,8	646,6	607,5	39,1
mars	82,4	123,5	297,9	142,8	646,7	607,5	39,2

auparavant. En décembre, le septième versement effectué par la Norvège et la Turquie au titre de l'amortissement de leur dette à long terme a encore réduit ce total de \$2,7 millions pour le ramener à \$142,8 millions; il est resté à ce niveau jusqu'à la fin de mars 1968.

En dépit de l'accroissement de \$22,3 millions des avoirs non liquides du Fonds au cours de l'année étudiée, le fléchissement des ressources liquides ne s'est chiffré qu'à \$16,8 millions; le Fonds a en effet conservé, au titre de ses revenus nets pour l'année, un montant de \$5,5 millions représentant, pour l'essentiel, la part de revenu attribuée au capital de l'ancienne Union Européenne de Paiements.

Le calcul des intérêts à verser sur les contributions souscrites au capital du Fonds a continué d'être effectué d'après le principe adopté les années précédentes, selon lequel le montant cumulatif de l'intérêt versé à chaque pays membre représente 90% de la part du revenu net du Fonds à laquelle ce pays aurait droit si le Fonds était liquidé à la fin de la période au titre de laquelle l'intérêt est versé. Le revenu net de 1967 est légèrement plus élevé que celui qui a été réalisé en 1966 et le montant des intérêts sur les contributions des pays membres a de nouveau dépassé légèrement \$1 million, ce qui a porté à \$7,4 millions le montant cumulatif de l'intérêt versé jusqu'à présent aux pays membres.

Activité des organes de l'Accord Monétaire Européen.

Le Comité Directeur de l'A.M.E. veille à l'exécution de l'Accord et donne son avis au Conseil de l'O.C.D.E. sur toutes les questions ayant trait à son fonctionnement. En outre, il suit l'évolution de la situation économique et financière des pays membres sur la base des rapports présentés par le Secrétariat, par les différents comités de l'Organisation et, occasionnellement, par des missions spéciales. Le Comité, pour s'acquitter de ses fonctions, se réunit chaque fois qu'il est nécessaire; ces dernières années, il s'est réuni environ six fois par an. En décembre 1967, le Conseil a nommé de nouveau M. Hay, de la Banque Nationale Suisse, au poste de Président du Comité pour une année.

En sa qualité d'Agent, la Banque des Règlements Internationaux présente un rapport mensuel sur les opérations effectuées dans le cadre de l'Accord et sur les investissements du Fonds Européen; elle fournit aussi chaque mois au Comité une documentation statistique sur les marchés internationaux de l'or et des changes, ainsi que sur l'évolution de la position monétaire extérieure des pays membres de l'O.C.D.E.

VII. OPÉRATIONS DE LA BANQUE.

1. Activité du Département bancaire.

Le bilan de la Banque au 31 mars 1968, contrôlé par les vérificateurs aux comptes, figure à la fin du présent Rapport.

* * *

Le total du bilan au 31 mars 1968 s'élève à 12.041.331.123 francs* contre 8.231.996.517 au 31 mars 1967; l'augmentation ainsi enregistrée est considérable: 3.809.334.606 francs, soit l'équivalent de 46 %.

Le total de la situation mensuelle s'est accru progressivement jusqu'à fin décembre 1967, date à laquelle il a franchi pour la première fois le cap des 12 milliards avec 12.338 millions, ce qui constitue un chiffre record.

Ne sont pas inclus dans le bilan: l'or sous dossier, les effets et autres titres détenus en garde pour le compte de banques centrales ou d'autres déposants; les actifs (or sous dossier, avoirs en banque, effets et autres titres) détenus par la Banque en sa qualité d'Agent de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (Accord Monétaire Européen), de Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier, ainsi que de Mandataire-trustee ou d'Agent financier d'emprunts publics internationaux. Comme au 31 mars 1967, les montants dont il s'agit sont indiqués au bas de la colonne des actifs du bilan sous la rubrique «Comptes d'ordre b)». Ils s'établissent comme suit:

B. R. I.: Evolution du total du bilan.

Exercice clos le 31 mars	Total du bilan	Différences
1964	5.778**	+ 828
1965	7.850**	+ 2.072
1966	7.882	+ 32
1967	8.232	+ 350
1968	12.041	+ 3.809

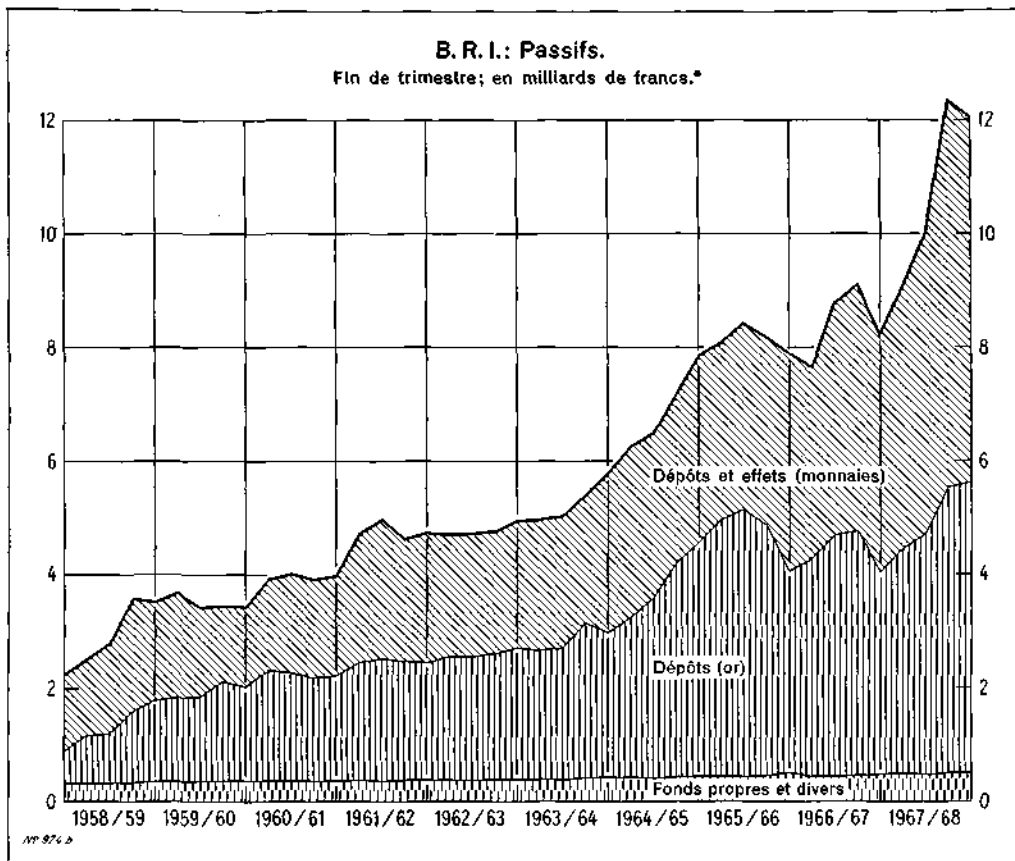
** Première partie.

* Sauf indications contraires, l'expression «francs», dans le texte ci-après, signifiera francs or. La méthode de conversion en francs or (unité de 0,29032258... gramme d'or fin - article 5 des Statuts) des diverses monnaies figurant au bilan est la même que les années précédentes; elle se fonde sur le cours de conversion de ces monnaies en dollars et sur le prix de vente de l'or par la Trésorerie des Etats-Unis en fin d'exercice.

B. R. I.: Comptes d'ordre b).

Postes	Exercice clos le 31 mars	
	1967	1968
	en millions de francs	
Or sous dossier	1.233	1.219
Avoirs en banque	26	32
Effets et autres titres sous dossier	678	641
Total hors bilan	1.937	1.892

Composition des ressources (Passifs).



* Total de la première partie de la situation jusqu'au 31 décembre 1965 inclus; total de la situation ensuite.

A. *Fonds propres.*

Le «Capital autorisé et émis» n'a pas subi de changements; il est resté fixé à 500 millions de francs, dont 125 millions versés.

A la suite de la répartition du bénéfice net disponible de l'exercice 1966-67, le «Fonds de réserve générale» est passé de 13,3 millions à 22,8 millions et un «Fonds

spécial de réserve de dividendes» a été créé et crédité d'un montant de 10 millions; le «Fonds de réserve légale», qui a atteint depuis l'exercice 1964-65 son maximum statutaire de 10% du capital versé, est demeuré fixé à 12,5 millions. Les «Réserves» de la Banque ont ainsi été portées de 25,8 millions à 45,3 millions.

Le poste «Divers» se réduit de 44,1 millions à 40,6 millions.

La «Provision pour charges éventuelles» est demeurée inchangée à 220 millions; la «Provision pour immeubles» a été portée de 11,0 millions à 17,5 millions, par prélèvement sur l'excédent net d'exploitation de l'exercice 1967-68.

Le bénéfice net de l'exercice 1967-68 s'élève à 45 millions; celui de l'exercice précédent était de 32,1 millions, auquel s'ajoutaient 9,8 millions de report à nouveau.

A fin mars 1968, le chiffre des «Fonds propres» de la Banque («Passifs divers» non inclus) s'élevait à 452 millions, soit 3,9 % des fonds empruntés (11.548 millions) et 3,8 % du total du bilan (12.041 millions). Si l'on tenait compte du capital non versé (375 millions), ces pourcentages se trouveraient portés à respectivement 7,2 et 6,7 %.

B. R. I.: Composition des ressources en valeur absolue et en pourcentage.

Exercice clos le 31 mars	Fonds propres	Fonds empruntés	Passifs divers	Total du bilan
	en millions de francs			
1964	379	5.370	29	5.778*
1965	396	7.417	37	7.850*
1966	400	7.449	33	7.882
1967	424	7.764	44	8.232
1968	452	11.548	41	12.041

* Première partie du bilan.

Exercice clos le 31 mars	Fonds propres, en pourcentage		Fonds propres + capital non versé, en pourcentage	
	des fonds empruntés	du total du bilan	des fonds empruntés	du total du bilan
1964	7,1	6,6*	14,0	12,3*
1965	5,3	5,0*	10,4	9,4*
1966	5,4	5,1	10,4	9,4
1967	5,5	5,2	10,3	9,3
1968	3,9	3,8	7,2	6,7

* Pourcentage par rapport à la première partie du bilan.

B. Fonds empruntés.

Les tableaux ci-après indiquent l'origine, la nature et la durée des ressources empruntées par la Banque.

B. R. I.: Fonds empruntés d'après leur origine.

Origine	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1967	1968	
	en millions de francs		
Banques centrales	6.602	9.711	+ 3.109
Autres déposants	869	1.305	+ 436
Effets	293	532	+ 239
Total	7.764	11.548	+ 3.784

Toutes les catégories de fonds empruntés se sont fortement accrues: les dépôts des «Banques centrales» de 47 %, les dépôts des «Autres déposants» de 50 % et le montant des «Effets» de 82 %.

L'augmentation du montant des effets, tous exprimés en monnaies, provient surtout de ventes faites à des banques commerciales; le produit de ces émissions a permis à la Banque de financer certaines opérations qu'elle a réalisées à la demande d'autorités monétaires.

B. R. I.: Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée.

Durée	Dépôts en or			Dépôts en monnaies			Effets en monnaies		
	Exercice clos le 31 mars		Différences	Exercice clos le 31 mars		Différences	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1967	1968		1967	1968		1967	1968	
	en millions de francs								
A vue	2.593	1.989	- 604	240	71	- 169	-	-	-
A 3 mois au maximum	325	2.825	+ 2.500	3.282	5.103	+ 1.821	291	62	- 229
De 3 à 6 mois	164	7	- 157	309	633	+ 324	2	310	+ 308
De 6 à 9 mois	338	193	- 145	53	69	+ 16	-	-	-
De 9 à 12 mois	141	114	- 27	10	1	- 9	-	160	+ 160
A plus d'un an	-	-	-	16	11	- 5	-	-	-
Total	3.561	5.128	+ 1.567	3.910	5.888	+ 1.978	293	325	+ 239

Les «Dépôts en or» et les «Dépôts en monnaies» ont augmenté dans des proportions analogues, de 44 et 51 % respectivement.

En ce qui concerne les «Dépôts en or», seuls les fonds à trois mois au maximum sont en augmentation, mais de manière considérable; deux facteurs sont à l'origine de ce mouvement:

- la constitution de nouveaux dépôts pour des montants importants;
- la conversion en dépôts à terme de dépôts or à vue, entraînant une diminution de ceux-ci, qui a permis à la Banque de financer des opérations

internationales entrant dans le cadre de la coopération entre banques centrales.

Le montant de l'ensemble des dépôts à plus de trois mois s'est réduit de moitié.

Les «Dépôts en monnaies» ont suivi une évolution assez parallèle à celle des dépôts en or. L'augmentation principale a porté sur les dépôts à trois mois au maximum; celle-ci est liée aux deux opérations suivantes traitées avec la Grande-Bretagne:

- l'arrangement conclu en juin 1966, renouvelé en mars 1967 et en mars 1968, et auquel participe la Banque;
- l'achat par la Banque en novembre 1967 de Bons du Trésor britannique, la plus grosse partie des fonds nécessaires ayant été fournie par des banques centrales.

Des majorations ont également affecté les dépôts de trois à six mois, qui ont doublé, et les fonds de six à neuf mois. En revanche, les comptes de neuf à douze mois, déjà minimes, ont presque disparu et ceux qui sont à plus d'un an enregistrent une réduction.

En ce qui concerne les «Effets», les fonds à trois mois au maximum ont diminué de près des quatre cinquièmes, tandis que les ressources à plus de trois mois, pratiquement inexistantes jusqu'alors, ont atteint des chiffres appréciables.

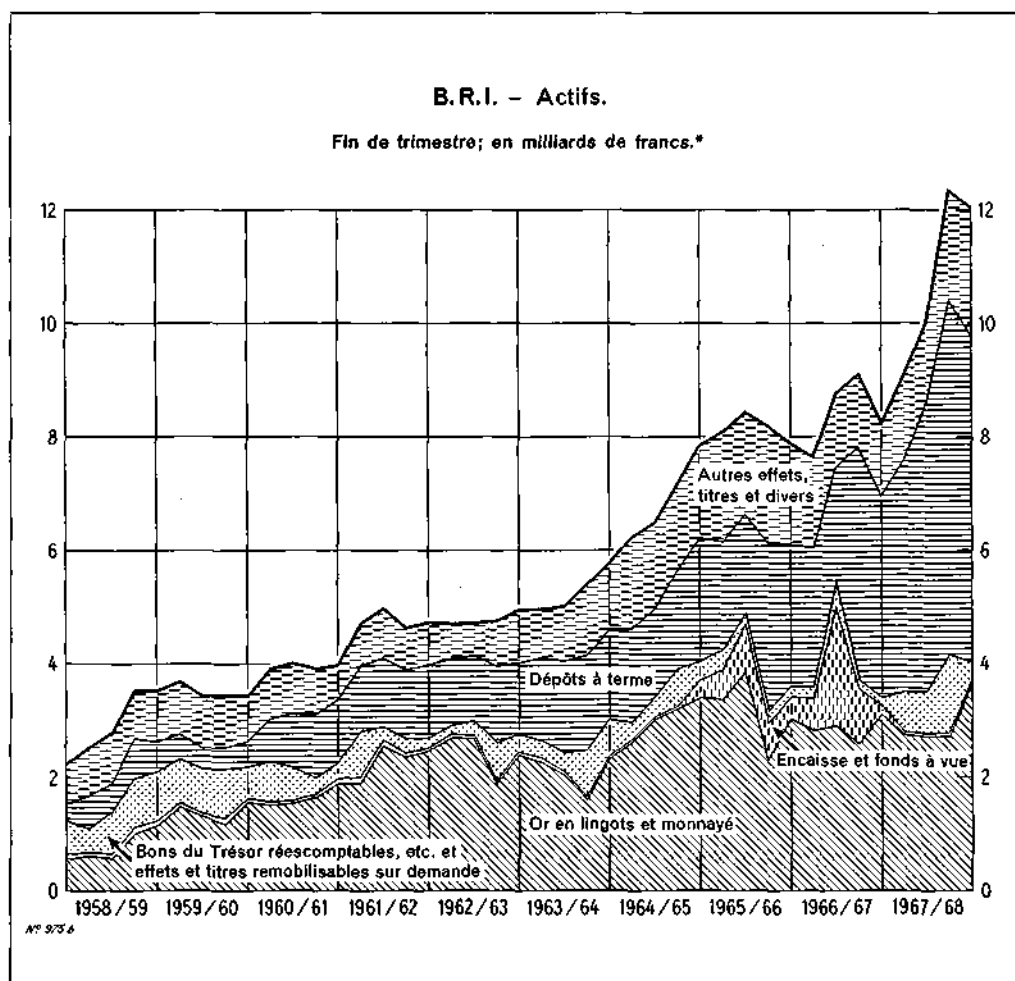
Au début de l'exercice, les «Dépôts en or» représentaient 46 % du total des ressources empruntées, les «Dépôts en monnaies» 50 % et les «Effets» 4 %; au 31 mars 1968, les pourcentages étaient très voisins, à savoir 44, 51 et 5 % respectivement.

Utilisation des ressources (Actifs).

L'évolution de la position-or de la Banque est donnée par le tableau suivant, qui fait ressortir les maxima et minima de l'exercice.

B. R. I.: Position-or.

Fin de mois	Position au comptant				Opérations à terme solde net	Position nette finale
	Or en lingots et monnayé	Placements en or	Dépôts en or	Solde net		
en millions de francs						
1967 mars	3.096	420	3.561 (min.)	- 45	+ 472	427
avril	3.270	421	3.578	+ 113 (max.)	+ 317 (min.)	430
juin	2.737	421	3.971	- 813	+ 1.229	416 (min.)
juillet	2.673 (min.)	422 (max.)	3.924	- 829	+ 1.250	421
décembre	2.720	403 (min.)	5.032	- 1.909 (min.)	+ 2.355 (max.)	446
1968 mars	3.686 (max.)	407	5.128 (max.)	- 1.055	+ 1.510	456 (max.)
Différences du 31 mars 1967 au 31 mars 1968	+ 570	- 13	+ 1.567	- 1.010	+ 1.038	+ 28



* Total de la première partie de la situation jusqu'au 31 décembre 1965 inclus; total de la situation ensuite.

L'accroissement de l'encaisse-métal (+570 millions) résulte de la liquidation de diverses opérations d'achat d'or à terme et accessoirement de la constitution de nouveaux dépôts.

Toutefois, le solde net des opérations à terme a très fortement augmenté (+1.038 millions), ceci en raison de la conclusion de swaps or contre monnaie.

Parmi les fluctuations enregistrées au cours de l'exercice, il convient de relever le maximum atteint à fin décembre 1967 par ce solde net (+2.355 millions); à l'origine de ce mouvement se trouvent les swaps or contre monnaie qui ont été traités avec la Banque Nationale Suisse, principalement en décembre 1967, et qui ont été progressivement liquidés au cours du premier trimestre de 1968.

**B. R. I.: Répartition d'après leur nature des encaisses
et des autres placements.**

Nature	Exercice clos le 31 mars		Différences	
	1967	1968		
en millions de francs				
Encaisses				
Or	3.096	3.666	+ 570	
Monnaies	156 3.252	49 3.715	- 107	+ 463
Autres placements				
Or	420	407	- 13	
Monnaies	4.559 4.979	7.918 8.325	+ 3.359	+ 3.346
Total				
Or	3.516	4.073	+ 557	
Monnaies	4.715 8.231	7.967 12.040	+ 3.252	+ 3.809

La répartition des actifs d'après leur durée appelle les commentaires suivants :

A. Actifs à vue ou remobilisables sur demande.

Le poste «Or en lingots et monnayé» (il s'agit essentiellement d'or en barres) a augmenté de 570 millions comme il a été expliqué plus haut.

Le chiffre du poste «Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue» était de 156 millions au début de l'exercice; reflète en gros du poste au passif «Dépôts en monnaies à vue» cité plus haut, ce chiffre était, dès le 31 mai 1967, tombé à peu près à son niveau de fin d'exercice, soit 49 millions, et n'a plus ensuite enregistré que de très faibles fluctuations.

L'ensemble des encaisses (or et monnaies) représentait, au 31 mars 1968, un peu moins de 31 % du bilan, contre 39,5 % un an auparavant.

Le montant du portefeuille de «Bons du Trésor réescomptables» s'établissait à 70 millions au 31 mars 1967. Dans le cadre du réseau de swaps entre banques centrales, dont la Banque fait partie, des fonds obtenus à diverses reprises au cours de l'exercice ont été placés sous cette forme; de ce fait, le chiffre de ce portefeuille s'est trouvé porté à 1.335 millions à fin 1967, le maximum - 1.458 millions - ayant été atteint fin janvier 1968. En raison du dénouement progressif de la plus grosse partie des opérations en cause, le montant est tombé à 232 millions en fin d'exercice.

Le portefeuille d'«Effets et titres remobilisables sur demande» est passé de 74 millions à 70 millions.

Le total des actifs à vue ou remobilisables sur demande de la Banque, qui comprend les divers postes de l'actif analysés jusqu'à présent, était ainsi, au début

de l'exercice, de 3.396 millions et représentait 41 % du total du bilan; le 31 mars 1968, les chiffres correspondants étaient de 4.017 millions et de 33 %. Durant cette même période, les dépôts à vue figurant au passif ont fléchi de 2.833 millions à 2.060 millions, leur pourcentage par rapport au total du bilan se réduisant de la sorte de moitié, soit de 34 à 17%.

B. Actifs à terme.

Du début à la fin de l'exercice, le chiffre des «Dépôts à terme et avances» est passé de 3.551 millions à 5.775 millions, enregistrant ainsi une très forte augmentation - 2.224 millions ou 63 %; celle-ci provient du placement:

- de fonds obtenus à la suite de swaps contre or;
- de dépôts reçus par la Banque dans le cadre de l'arrangement de 1966.

A fin décembre 1967, le montant du poste en cause a atteint son maximum avec 6.231 millions; en effet, la Banque a obtenu de banques centrales, pour de courtes périodes passant la fin d'année, des ressources appréciables qu'elle a utilisées pour intervenir sur divers marchés; elle a ainsi contribué à atténuer dans une certaine mesure les mouvements que des rapatriements de fonds importants sont susceptibles de provoquer en fin d'année.

Les «Autres effets et titres» se sont également très sensiblement accrus; passant de 864 millions à 1.841 millions, ils ont plus que doublé. Cette augmentation correspond:

- à l'achat des Bons du Trésor britannique;
- au placement qui a été réalisé au moyen de la plus grosse partie des nouveaux effets émis.

De même que dans le cas des dépôts reçus par la Banque, les placements à trois mois au maximum ont enregistré une augmentation considérable; leur

**B. R. I.: Dépôts à terme et avances, autres effets et titres,
d'après leur durée.**

Echéances	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1967	1968	
	en millions de francs		
A 3 mois au maximum	3.805	7.319	+ 3.514
De 3 à 6 mois	499	523	+ 24
De 6 à 9 mois	254	72	- 182
De 9 à 12 mois	248	82	- 166
A plus d'un an	29	27	- 2
Total	4.835	8.023	+ 3.188

montant double presque et a même dépassé la majoration de l'ensemble des actifs figurant au tableau ci-contre. Les placements de trois à six mois sont en très léger accroissement.

En revanche, les investissements à plus de six mois accusent tous un fléchissement, en particulier dans les périodes de six à douze mois, où la diminution dépasse les deux tiers.

Il résulte de ce qui précède, que les fonds placés à plus de six mois ne représentent plus qu'environ 2 % du total des actifs investis à terme. Il convient enfin de noter que, comme lors des derniers exercices, une fraction appréciable de ces actifs comporte une faculté de remobilisation à très court terme.

* * *

Plus encore qu'au cours des exercices précédents, l'essentiel de l'activité croissante de la Banque a été placé sous le signe d'une coopération accrue entre banques centrales.

Les causes principales de cette activité accrue sont brièvement rappelées ci-après:

- participation aux arrangements de swap monnaie contre monnaie conclus entre banques centrales, notamment dans le réseau de swaps mis en place avec la Federal Reserve Bank of New York. L'encours des swaps traités à ce titre par la Banque a atteint son maximum en fin d'année, soit l'équivalent de \$E.U. 746 millions, pour revenir en fin d'exercice à l'équivalent de \$E.U. 55 millions;
- augmentation du volume des opérations de swap or contre monnaie, traitées avec des banques centrales;
- accroissement des dépôts reçus, principalement de banques centrales;
- élargissement des concours fournis à diverses autorités monétaires, soit directement soit en commun avec des banques centrales;
- développement des fonctions d'intermédiaire entre les banques centrales et le marché.

Le niveau d'activité de la Banque s'est reflété dans le bilan même si toutes les opérations traitées n'ont pas eu d'incidence, ainsi les facilités accordées à des banques centrales et non utilisées à la fin de l'année financière.

Il convient enfin de signaler que, par suite des circonstances, la Banque a ralenti ses opérations sur le marché de l'or au cours des derniers mois de l'exercice.

Le bénéfice net de l'exercice écoulé s'est établi à un niveau assez nettement plus élevé que celui de l'exercice précédent (pour détails, voir sous section 6 ci-après).

Le volume des opérations de la Banque a atteint un nouveau record en s'élevant à 174 milliards pour 1967-68 contre 110 milliards pour 1966-67 et 86 milliards pour 1965-66.

2. La Banque comme Mandataire (Trustee) et Agent financier d'emprunts publics internationaux.

Conformément aux accords en vigueur, la Banque a continué d'assumer, au cours de l'exercice sous revue, les fonctions d'Agent financier des Trustees pour les nouvelles obligations de l'Emprunt extérieur allemand 1924 (Emprunt Dawes) et de Trustee pour les nouvelles obligations de l'Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young), 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.

L'exercice 1967-68 a été clos pour l'Emprunt Dawes le 15 avril 1968 et pour l'Emprunt Young le 1^{er} juin 1968. Les intérêts au titre de l'exercice 1967-68 se montent à l'équivalent d'environ 10,2 millions de francs pour l'Emprunt Dawes, et à l'équivalent d'environ 35,1 millions de francs pour l'Emprunt Young; ils ont été dûment versés à la Banque qui les a répartis entre les Agents-payeurs. L'amortissement des deux emprunts au titre de l'exercice 1967-68 a été assuré, pour partie, par rachats de titres en bourse et, pour partie, par tirages au sort.

La question de savoir si la garantie de change dont l'Emprunt Young est assorti, conformément aux dispositions de l'Accord de Londres, est applicable au cas de la réévaluation du deutsche mark intervenue en 1961 n'a pas encore été réglée. L'examen de l'affaire a été confié aux gouvernements des pays dans lesquels les tranches de l'Emprunt ont été émises.

La situation actuelle des Emprunts Dawes et Young est résumée dans les tableaux ci-contre.

La Banque est également Trustee pour les obligations certifiées de l'Emprunt international de la République fédérale d'Autriche 1930, dont le service a été assuré conformément aux conventions passées.

Le tableau de la page 232 résume la situation actuelle de l'Emprunt.

Emprunt extérieur allemand 1924.
(Emprunt Dawes)

Tranche	Monnaie	Valeur nominale			
		Obligations émises	Obligations rachetées ou sorties au tirage en vue de leur amortissement au titre des exercices		Solde
			1958-59 à 1966-67	1967-68	
Obligations de conversion					
américaine . . .	\$	44.113.000	15.129.000	2.156.000	26.828.000
belge	£	583.500	142.000	19.300	422.200
britannique . . .	£	8.277.200	2.016.700	269.500	5.991.000
française	£	1.929.800	464.700	62.500	1.402.400
néerlandaise . .	£	1.323.900	304.300	42.700	976.800
suédoise	KRS	14.209.000	3.210.000	446.000	10.553.000
suisse	£	1.130.800	272.100	37.000	621.700
sulsee	FS	8.251.000	1.825.000	257.000	6.169.000
Obligations de consolidation					
américaine . . .	\$	8.207.000	2.130.000	253.000	5.824.000
belge	£	157.800	42.700	5.300	109.800
britannique . . .	£	2.232.000	596.400	74.900	1.560.700
française	£	498.900	134.500	16.800	347.600
néerlandaise . .	£	291.600	70.400	9.500	211.700
suisse	£	115.000	30.200	3.900	80.900
sulsee	FS	415.000	101.000	11.000	303.000

Emprunt international 1930 du gouvernement allemand.
(Emprunt Young)

Tranche	Monnaie	Valeur nominale*			
		Obligations émises	Obligations rachetées ou sorties au tirage en vue de leur amortissement au titre des exercices		Solde
			1958-59 à 1966-67	1967-68	
Obligations de conversion					
allemande	DM	14.504.000	1.573.000	215.000	12.716.000
américaine . . .	\$	55.474.000	6.150.000	882.000	48.462.000
belge	FB	202.803.000	22.295.000	3.042.000	177.466.000
britannique . . .	£	20.656.400	2.252.800	308.000	18.095.600
française	FF	445.607.000	49.602.000	6.663.000	390.342.000
néerlandaise . .	FL	52.558.000	5.630.000	785.000	46.143.000
suédoise	KRS	92.763.000	10.165.000	1.383.000	81.215.000
sulsee	FS	58.393.000	6.407.000	672.000	51.104.000
Obligations de consolidation					
allemande	DM	416.000	45.000	5.000	366.000
américaine . . .	\$	9.006.000	982.000	126.000	7.898.000
belge	FB	45.670.000	5.059.000	645.000	39.966.000
britannique . . .	£	4.928.600	538.600	69.100	4.320.900
française	FF	98.152.000	10.561.000	1.365.000	86.226.000
néerlandaise . .	FL	8.498.000	924.000	120.000	7.454.000
suédoise	KRS	6.014.000	666.000	84.000	5.264.000
sulsee	FS	1.405.000	152.000	20.000	1.233.000

* Valeur nominale établie le 1er mai 1968 conformément aux dispositions de l'Accord de Londres du 27 février 1953 sur les dettes extérieures allemandes, mais sans tenir compte de la réévaluation du deutsche mark en mars 1961.

Emprunt international de la République fédérale d'Autriche 1930.

Tranche	Monnaie	Valeur nominale			
		Obligations certifiées	Obligations rachetées ou sorties au tirage en vue de leur amortissement au titre des exercices		Solde
			1959 à 1966	1967	
américaine . . .	\$	1.667.000	538.000	85.000	1.044.000
anglo-néerlandaise	£	856.600	269.800	44.600	542.200
suisse	FS	7.102.000	1.886.000	308.000	4.908.000

3. La Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier.

La Banque a continué d'exercer les fonctions de Tiers convenu à l'égard des emprunts de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier qui sont garantis en conformité avec les dispositions du Contrat de nantissement qu'elle a conclu le 28 novembre 1954 avec ladite Communauté.

Le montant total de ces emprunts garantis s'élevait, à l'origine, à l'équivalent d'environ 817 millions de francs. Les remboursements effectués par la Communauté jusqu'au 1^{er} avril 1968 atteignent l'équivalent d'environ 327 millions de francs, de sorte que le montant total restant dû se trouve ramené à l'équivalent d'environ 490 millions de francs. D'autres détails sur ces emprunts sont indiqués dans le tableau ci-contre.

La Communauté a affecté le produit de ces emprunts à l'octroi de prêts dans les pays membres.

Au cours de l'exercice 1967-68, la Banque a reçu des bénéficiaires de ces prêts et réparti entre les Agents-payeurs, au titre des intérêts, l'équivalent d'environ 26 millions de francs et, au titre de l'amortissement, l'équivalent d'environ 39 millions de francs.

La Communauté a également contracté des emprunts qui ne sont pas garantis conformément au Contrat de nantissement. La Banque n'assume aucune fonction à l'égard de ces emprunts.

**Emprunts garantis de la Communauté Européenne du
Charbon et de l'Acier.**

Séries de titres garantis	Date de l'émission	Pays d'émission	Baillleurs de fonds	Montant initial des emprunts	Montant non remboursé au 1er avril 1968	Taux d'intérêt %	Année de la dernière échéance
1 ^{re}	1954	Etats-Unis	Gouvernement des Etats-Unis	\$ 100.000.000	64.700.000	3 ³ / ₄	1979
2 ^e	1955	Belgique	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	141.000.000	3 ¹ / ₂	1982
3 ^e	1955	Allemagne	Rheinische Girozentrale und Provinzialbank, Düsseldorf	DM 25.000.000	15.877.850	3 ³ / ₄	1981
			Landesbank für Westfalen (Girozentrale), Münster	DM 25.000.000	15.877.850	3 ³ / ₄	1981
4 ^e	1955	Luxembourg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg	FB 20.000.000 FLUX 5.000.000	14.100.000	3 ¹ / ₂	1982
5 ^e	1956	Sarre	Landesbank und Girozentrale Saar, Sarrebruck	DM 2.977.450 ¹	1.786.470	4 ¹ / ₂	1977
6 ^e	1956	Suisse	Emission publique	FS 50.000.000	27.500.000	4 ¹ / ₂	1974
7 ^e ²	1957	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	13.600.000	5 ¹ / ₂	1975
10 ^e	1957	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	81.569.962	5 ¹ / ₂	1982
11 ^e ²	1959	Etats-Unis	Emission publique	\$ 35.000.000	25.800.000	5	1978
13 ^e ²	1960	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	21.700.000	5 ¹ / ₂	1980
15 ^e	1961	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	91.397.335	5 ¹ / ₂	1986
16 ^e	1961	Pays-Bas	Emission publique	FL 50.000.000	46.650.000	4 ¹ / ₂	1981

¹ Cet emprunt, qui a été contracté en francs français, a été converti en deutsche marks en 1959. Le montant initial était de 350.000.000 d'anciens francs français. ² Les titres garantis des 8^e, 9^e, 12^e et 14^e séries ont été entièrement remboursés.

4. La Banque comme Agent de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (Accord Monétaire Européen).

Les activités que la Banque continue d'exercer en sa qualité d'Agent pour l'exécution des opérations financières de l'A.M.E. dans le cadre de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques ont été décrites dans le Chapitre VI du présent Rapport. Pour ces fonctions, la Banque a reçu, comme

l'an dernier, une contribution de FS 500.000 au titre de ses dépenses administratives; elle a en outre été remboursée des frais accessoires qu'elle a encourus; ces sommes ont été portées au crédit du compte de profits et pertes de la Banque, au poste «Frais d'administration».

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

Au cours de l'année écoulée, fertile en événements, l'importance et la valeur d'une collaboration étroite entre banques centrales en matière monétaire se sont clairement manifestées et le rôle joué par la Banque dans ce domaine n'a cessé de se développer.

La Banque a continué de participer activement à des arrangements mis sur pied par des groupes de banques centrales de grands pays en vue d'atténuer des tensions dont a été l'objet le système monétaire international; elle a, en outre, servi d'intermédiaire pour l'acheminement des facilités offertes à cet effet. Pendant l'année considérée, la Banque a progressivement étendu sa participation au système de swaps réciproques mis au point par la Banque de Réserve Fédérale de New York. Le montant total des arrangements de swaps conclus entre cette dernière et la Banque des Règlements Internationaux s'élève actuellement à \$E.U. 1.600 millions, dont \$600 millions sont utilisables contre francs suisses et le solde de \$1.000 millions contre d'autres monnaies européennes. Comme les années précédentes, la Banque a participé, en coopération avec certaines banques centrales, à une action coordonnée visant à atténuer les tensions indésirables sur les marchés, en particulier sur celui de l'Euro-dollar.

Dans le domaine de la recherche et de l'échange de renseignements, la Banque a continué d'organiser, en plus des séances régulières du Conseil d'administration, des réunions d'experts de banques centrales, soit pour l'étude de problèmes économiques et monétaires d'intérêt général, soit pour l'examen de questions particulières, telle que l'évolution des marchés de l'or, des changes et de l'Euro-dollar.

La Banque a continué d'assumer au cours de l'année écoulée les fonctions qui lui ont été confiées en août 1964 par les Ministres des pays du Groupe des Dix, et qui consistent à recueillir et à communiquer à tous les membres du Groupe, ainsi qu'au Groupe de Travail No 3 de l'O.C.D.E., des données statistiques relatives aux différents moyens utilisés pour financer les excédents ou les déficits de leurs comptes extérieurs. Ces données constituent la base essentielle d'une surveillance multilatérale de la création de liquidités internationales. Les Gouverneurs des banques centrales des pays membres du Groupe ont également l'occasion,

lorsqu'ils se réunissent au siège de la Banque, d'échanger dès les tout premiers stades, des renseignements sur l'état des arrangements pris entre membres du Groupe en vue d'ouvrir de nouvelles facilités de crédit ou d'accroître les facilités existantes, et sur l'évolution de ces crédits. La coopération dans ce domaine s'est révélée très utile l'an dernier.

La Banque a continué d'être associée aux travaux poursuivis par les Suppléants du Groupe des Dix, ainsi que par les comités d'études de cet organisme s'occupant du problème des liquidités internationales, de la création d'un nouvel instrument de réserve et du processus d'ajustement des économies. Les services de la Banque ont également prêté leur concours à ces travaux.

Le développement de la coopération entre banques centrales a renforcé les relations entre la Banque, d'une part, et l'O.C.D.E. et le F.M.I., d'autre part.

6. Bénéfices nets et répartition.

Les comptes du trente-huitième exercice clos le 31 mars 1968 ont fait apparaître un excédent de 53.497.848 francs. L'excédent de l'exercice 1966-67 était de 47.074.487 francs.

Eu égard aux bénéfices élevés enregistrés au cours de l'année écoulée, le Conseil d'administration a décidé de continuer à alimenter la «Provision pour frais d'administration exceptionnels» et la «Provision pour immeubles» à concurrence respectivement de 1.997.848 francs et 6.500.000 francs. Après déduction de ces deux versements aux provisions, le bénéfice net a atteint 45 millions de francs, dont la répartition est fixée par l'article 53 des Statuts.

Conformément aux dispositions de cet article, le Conseil d'administration propose à l'Assemblée générale de répartir le bénéfice net de 45 millions de francs de la manière suivante:

- 1) affectation d'une somme de 7,5 millions de francs au versement d'un dividende cumulatif de 6%, à raison de 37,50 francs par action, au titre de l'alinéa b de l'article 53 des Statuts;
- 2) affectation d'un montant additionnel de 7,5 millions de francs, au versement d'un dividende supplémentaire de 6%, à raison de 37,50 francs par action, au titre de l'alinéa c de l'article 53 des Statuts; il n'est pas proposé cette année d'alimenter le Fonds spécial de réserve de dividendes;
- 3) affectation d'une somme de 15 millions de francs au Fonds de réserve générale au titre de l'alinéa d de l'article 53; et

- 4) affectation du reliquat du bénéfice net disponible, soit 15 millions de francs, à un nouveau Fonds de réserve libre au titre de l'alinéa f de l'article 53 des Statuts. Le Conseil d'administration aura le droit d'utiliser ce Fonds non seulement en vue de couvrir des pertes encourues par la Banque, mais également pour toute autre utilisation conforme aux dispositions des Statuts.

Selon les propositions du Conseil d'administration, le montant total du dividende payé par la Banque au titre de l'exercice 1967-68 s'élèvera à 75 francs; ce versement sera effectué en francs suisses, à raison de 107,15 francs suisses par action, le 1^{er} juillet 1968, aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 25 juin 1968.

Le montant total du dividende distribué s'élevait, pour l'exercice 1966-67, à 112,50 francs par action, dont 54,47 francs représentant le règlement du reliquat du dividende cumulatif non déclaré. La répartition proposée de 75 francs par action pour l'exercice 1967-68 correspond au montant total du dividende prévu aux alinéas b et c de l'article 53 des Statuts de la Banque.

Le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que l'affectation proposée des bénéfices nets sont reproduits à la fin du présent Rapport.

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 donnent une vue exacte et correcte de la situation des affaires de la Banque au 31 mars 1968 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Le certificat de MM. Price Waterhouse & Co. est apposé au bas du bilan.

7. Modifications dans la composition du Conseil d'administration.

A la séance du Conseil du 8 mai 1967, le Président, Dr M.W. Holtrop, avait annoncé qu'à la suite de sa retraite comme Président de la Nederlandsche Bank le 30 avril 1967, il avait décidé de donner sa démission de membre du Conseil d'administration de la Banque des Règlements Internationaux, à dater du 30 juin 1967.

A la même séance du 8 mai 1967, le Conseil a élu, en vertu de l'article 28(3) et 29 des Statuts, le Dr J. Zijlstra, qui avait été nommé Président de la Nederlandsche Bank en remplacement du Dr Holtrop, membre du Conseil d'administration pour la partie non expirée du mandat du Dr Holtrop qui se termine le 31 mars 1970.

A la séance du Conseil du 12 juin 1967, le Dr M.W. Holtrop a annoncé sa décision de présenter sa démission de ses fonctions de Président du Conseil

d'administration et Président de la Banque des Règlements Internationaux à dater de fin juin 1967. Le Vice-Président, M. Frère, a exprimé, au nom du Conseil, les sincères remerciements au Dr Holtrop des services éminents qu'il a rendus à la Banque pendant vingt et un ans en qualité de membre du Conseil et particulièrement en tant que Président du Conseil d'administration et Président de la Banque depuis juillet 1958.

A la même séance, le Conseil a élu, en vertu de l'article 39 des Statuts, le Dr J. Zijlstra, Président de la Nederlandsche Bank, aux postes de Président du Conseil d'administration et de Président de la Banque en remplacement du Dr M.W. Holtrop pour une période de 3 ans à partir du 1^{er} juillet 1967.

Le mandat de Vice-Président de M. Maurice Frère venant à expiration le 31 décembre 1967, le Conseil l'a nommé de nouveau à ce poste à sa séance du 11 décembre 1967, conformément à l'article 39 des Statuts, pour une nouvelle période de trois ans qui prendra fin le 31 décembre 1970.

Les mandats de membres du Conseil de M. Karl Blessing, Président de la Deutsche Bundesbank et du Dr Rudolf Brinckmann venaient à expiration respectivement le 31 mars et 31 mai 1968. A la séance du 11 mars 1968, le Président du Conseil d'administration a annoncé que les Administrateurs d'office du Conseil ont de nouveau nommé M. Blessing et le Dr Brinckmann conformément à l'article 28(2), troisième paragraphe, pour une nouvelle période de trois ans qui prendra fin le 31 mars et 31 mai 1971 respectivement.

Le Dr Edwin Stopper, dont le mandat de membre du Conseil venait à expiration le 31 mars 1968, a été réélu à la séance du 11 mars 1968, conformément à l'article 28(3) des Statuts, pour une nouvelle période de trois ans qui prendra fin le 31 mars 1971.

CONCLUSION.

Dans le domaine économique et monétaire, les douze mois écoulés ont été pour le moins riches en événements; peu d'entre eux ont été favorables; les autres, plus nombreux, ont reflété de graves problèmes fondamentaux.

A en juger par le niveau intérieur d'activité économique, les pays du continent européen sont sortis de la période de pause ou de récession, qui s'était étendue jusqu'à l'été de 1967, pour aborder, à partir de l'automne, une phase de réexpansion. Le ralentissement des quelque neuf mois précédents a été moins accentué et moins généralisé qu'au cours de l'année de récession de 1958, sauf — exception principale — en Allemagne fédérale. De toutes façons, les politiques monétaires et budgétaires ont été aménagées dans un sens expansionniste et l'appareil productif a répondu à ces sollicitations. La nouvelle reprise se déroule dans un climat de hausses raisonnablement limitées des prix et en l'absence de pressions de la demande sur le marché du travail. Tout récemment, en revanche, des troubles politiques et sociaux ont éclaté en France, qui rendent les perspectives un peu moins certaines.

Après la pause qui s'était instaurée du dernier trimestre de 1966 jusqu'au milieu de 1967, une vigoureuse recrudescence d'activité s'est également manifestée aux Etats-Unis; mais, dans ce pays, le revirement du cycle n'est pas intervenu à un moment particulièrement opportun. Sous l'impulsion d'un déficit budgétaire considérable, l'économie américaine est retombée dans une situation caractérisée par l'existence d'un excédent de demande. Les prix ont monté à un rythme accéléré et les relèvements de salaires obtenus à l'issue des négociations ont été excessifs du point de vue de la stabilité des prix et de la monnaie. En outre, le gonflement inflationniste de la demande a été lourd de conséquences pour la balance des paiements courants. La politique monétaire a été résolument orientée dans le sens des restrictions et l'intensité du resserrement a été reflétée dans une montée des taux à des niveaux exceptionnellement élevés; il est, de toute évidence, nécessaire d'obtenir un effet de freinage par voie d'une forte réduction du déficit du budget.

La Grande-Bretagne, en revanche, a contenu le mouvement d'expansion à l'intérieur, grâce au budget rigoureux de mars 1968, afin de réserver à l'ajustement de la balance des paiements la priorité dont celui-ci avait grand besoin. Bien que les revendications de salaires soient toujours excessives, les pressions de la demande sur les prix devraient, semble-t-il, être très limitées et l'activité devrait se

développer à un rythme tout à fait modéré, jusqu'au moment où l'augmentation des ventes à l'étranger viendra donner une impulsion nouvelle à la demande totale.

Dans le domaine international, plusieurs développements sont à déplorer, même s'il faut admettre qu'ils ont été imposés par les circonstances.

Tout d'abord, la livre sterling a été dévaluée en novembre 1967. Le sterling s'était heurté à des difficultés répétées et les causes fondamentales de sa faiblesse remontaient incontestablement au passé, en l'absence d'une action énergique pour en venir à bout. Dans l'immédiat, la nécessité de la dévaluation a eu sa source dans des événements politiques et économiques divers, souvent survenus à l'extérieur du Royaume-Uni, qui ont fait apparaître un déficit considérable des paiements et abouti à une fuite massive devant la monnaie. Face à l'intensification d'un tel mouvement, les autorités ont apparemment estimé qu'en l'absence d'une modification de parité de la livre, les chances de succès d'un nouveau train de mesures déflationnistes étaient trop faibles pour justifier les risques et les sacrifices qu'une telle politique aurait impliqués.

Politique monétaire et politique budgétaire ont maintenant pour objet de faciliter le maintien d'une parité viable. Pour consolider la position extérieure, il importe que les objectifs fixés dans le budget soient atteints réellement, qu'une modération effective soit observée en matière de revenus et de prix, et enfin, que sans trop tarder, la balance des paiements revienne d'abord à l'équilibre et fasse apparaître ensuite des excédents. L'étendue de l'endettement à court et à long terme envers l'étranger et la nécessité de ne pas porter une nouvelle atteinte à la structure des réserves de la zone sterling tout entière, mettent en relief l'obligation, pour la Grande-Bretagne, de dégager sans tarder des surplus considérables.

En ce qui concerne, et ce sera le deuxième point, la position financière extérieure des Etats-Unis, l'événement capital des douze mois écoulés a été l'annonce, le 1^{er} janvier 1968, du nouveau programme de redressement de la balance des paiements. Les autorités américaines ont fait appel à des contrôles directs pendant plusieurs années. Le nouveau programme ne marque donc pas le premier pas dans cette voie. L'élargissement du champ d'application des mesures et leur caractère restrictif accentué confirment néanmoins un changement d'attitude envers la doctrine traditionnellement hostile à tout contrôle qui était celle des Etats-Unis. Comme les mécanismes de contrôle ont été également renforcés, ces dernières années, en Grande-Bretagne, cette orientation signifie qu'un sérieux coup d'arrêt vient d'être porté aux progrès vers la libération des échanges et des paiements qui

furent l'un des succès de l'après-guerre. Si de telles mesures ont été peut-être justifiées par les circonstances entourant le conflit vietnamien, il est cependant difficile de ne pas les déplorer.

Les raisons immédiates de la mise en route du nouveau programme ont été l'ardeur de la spéculation, surtout envers l'or, après le changement de parité du sterling, et la forte aggravation du déficit de la balance des paiements des Etats-Unis qui a accompagné, pendant les derniers mois de 1967, la réapparition d'un excédent de demande. A l'arrière-plan, se trouvaient, en outre, les nombreuses années pendant lesquelles la position de la balance des paiements avait fait figure de parent pauvre, en comparaison avec les considérations domestiques, dans les préoccupations de politique économique; au cours de ces années, les autorités s'étaient montrées hésitantes dans leur attaque des causes fondamentales de l'affaiblissement de la position extérieure du dollar. L'accroissement des avoirs en dollars des autorités monétaires étrangères a apporté, autrefois, une contribution étendue au développement de l'économie mondiale et facilité le retour à la convertibilité des monnaies et à des pratiques libérales en matière de change. Depuis pas mal de temps, par contre, il était manifeste que l'accroissement des engagements à court terme envers l'étranger, face à un fléchissement simultané de l'encaisse-or, deviendrait, à la longue, difficilement supportable; les Etats-Unis ne sont cependant guère allés au-delà de mesures tendant simplement à limiter des sorties de métal.

En troisième lieu, le dimanche 17 mars 1968, les banques centrales demeurées participantes actives au pool de l'or ont décidé de ne plus fournir de métal au marché et de laisser le cours s'établir d'après le libre jeu des forces de l'offre et de la demande. Elles ont affirmé en même temps que les transactions entre banques centrales continueraient de s'effectuer sur la base du prix de \$35 l'once. Cette décision a également compté au nombre des événements notables des douze mois écoulés.

A ce point, on commence d'entrer dans une zone de brume d'où l'on ne peut distinguer clairement les traits du système monétaire futur, car les possibilités d'application pratique à long terme du nouvel arrangement devront être soumises à l'épreuve des faits. A l'heure actuelle, le cours de l'or sur le marché est sensiblement supérieur au prix officiel; mais la question essentielle porte sur le niveau auquel il aura tendance à se stabiliser plus tard, lorsque les forces de l'offre et de la demande seront devenues plus normales. Si le cours du marché tend à être proche du prix officiel, l'arrangement devrait pouvoir être maintenu en vigueur. Si, en revanche, il fait apparaître un écart considérable, l'immobilisation des encaisses-or pour le règlement des déficits et des surplus de paiements ne pourrait vraisemblablement que s'accroître. Comme ces encaisses représentent plus de la moitié des réserves officielles globales, leur immobilisation plus ou moins partielle présenterait des

inconvenients; ceci étant dit sans aborder les questions plus générales liées au rôle qui sera finalement réservé à l'or dans le système monétaire international, rôle sur lequel les principaux pays n'ont pas un point de vue commun.

Un aspect plus encourageant de l'évolution des douze mois écoulés a été l'heureuse issue des négociations entamées en vue de la création, dans le cadre du F.M.I., de facilités nouvelles sous forme de droits de tirage spéciaux; le projet vient d'en être soumis à l'approbation des Etats membres. Ces droits pourraient compléter de façon efficace le volume des liquidités internationales, à condition que les Etats membres fassent preuve de discipline quant à leur emploi. Les droits de tirage spéciaux ne devraient pas être utilisés pour financer des déficits persistants sinon, ils constitueraient un moyen permettant d'échapper au processus d'ajustement des économies domestiques.

Comme la date de la mise en application des nouvelles facilités, les conditions selon lesquelles elles seront attribuées, et leur montant sont incertains, il est impossible d'évaluer dès maintenant avec précision l'importance qu'elles présenteront pratiquement à l'intérieur du système monétaire international. Il est généralement admis qu'elles pourront utilement s'ajouter aux composantes actuelles des réserves et des autres formes de liquidités internationales. Certains de leurs partisans vont jusqu'à leur assigner un rôle bien plus ambitieux, et prévoient qu'après être devenues un moyen accepté et même apprécié de règlement, elles représenteront l'instrument essentiel d'un accroissement convenable des réserves monétaires globales. Pour que cette vision devienne une réalité, plusieurs difficultés potentielles devraient être surmontées.

L'un de ces obstacles peut être de caractère purement quantitatif. S'il ne doit plus y avoir, à l'avenir, de nouveaux apports d'or vers les réserves officielles existantes, il y aura vraisemblablement lieu d'empêcher aussi, d'une manière ou d'une autre, que le volume des avoirs officiels en dollars accuse en permanence une tendance continue à l'accroissement, sinon la convertibilité de cette monnaie serait de plus en plus menacée. Les allocations de droits de tirage devraient donc couvrir la totalité des besoins d'accroissement de réserves naguère assurés par l'or et le dollar. Elles devraient, par conséquent, atteindre des chiffres considérables, susceptibles de paraître excessifs à ceux des pays qui se trouveraient en position de surplus aux époques de distribution.

Un second obstacle tient aux changements assez profonds d'attitude que devraient opérer les principaux pays détenteurs de réserves. D'année en année, au fur et à mesure des allocations de droits de tirage, ces droits deviendraient l'instrument majeur dont les pays disposeraient pour défendre leur taux de change en période de difficultés. Envisager et délibérément promouvoir une évolution pareille

requiert un degré de cohésion politique et de coopération mutuelle dans les processus d'ajustement des économies domestiques, qui n'a pas toujours été évident dans le passé.

La progression vers de tels objectifs mérite tous les efforts; il n'est cependant pas possible de prévoir dans quelle mesure ils pourront être réellement atteints à long terme. En attendant, une certaine prudence semble donc désirable. L'or offre toujours le double avantage d'être universellement accepté et de présenter une valeur intrinsèque, et les avoirs en dollars celui de la souplesse et de la rentabilité; il ne semblerait pas prudent de minimiser prématurément le rôle futur de ces éléments de réserves qui ont largement fait leurs preuves.

Le Directeur Général

GABRIEL FERRAS

BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES

AU 31 MARS 1968

BILAN AU

ACTIF

EN FRANCS OR (UNITÉS DE 0,290 322 56 ...)

		%
Or en lingots et monnayé	3.665.928.131	30,4
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	49.139.422	0,4
Bons du Trésor réescomptables	232.632.111	1,9
Effets et titres remobilisables sur demande	70.076.916	0,6
Dépôts à terme et avances		
A 3 mois au maximum	5.317.067.110	44,2
De 3 à 6 mois	380.756.099	3,2
De 6 à 9 mois	18.704.141	0,2
De 9 à 12 mois	58.635.896	0,5
	5.775.163.235	
Autres effets et titres		
Or		
A 3 mois au maximum	294.911.174	2,5
De 3 à 6 mois	78.142.423	0,6
De 6 à 9 mois	12.112.121	0,1
De 9 à 12 mois	21.824.355	0,2
Monnaies		
A 3 mois au maximum	1.706.516.479	14,2
De 3 à 6 mois	64.047.655	0,5
De 6 à 9 mois	41.213.848	0,3
De 9 à 12 mois	1.386.178	0,0
A plus d'un an	27.490.040	0,2
	2.247.644.273	
Actifs divers	745.034	0,0
Immeubles et installations	1	0,0
	12.041.331.123	100
COMPTES D'ORDRE		
a) Opérations à terme sur or:		
Solde net: or à recevoir (monnaies à livrer)	1.510.866.464	
b) Fonds, effets et autres titres gérés ou détenus par la Banque pour le compte de tiers:		
Or sous dossier	1.218.463.025	
Avoirs en banque	32.080.111	
Effets et autres titres sous dossier	641.181.605	

31 MARS 1968

GRAMME D'OR FIN — ART. 5 DES STATUTS)

PASSIF

		%
Capital		
Autorisé et émis 200.000 actions de 2.500 frs. or chacune	500.000.000	
libérées de 25%	125.000.000	1,0
Réserves		
Fonds de Réserve Légale	12.500.000	
Fonds Spécial de Réserve de Dividendes	10.007.964	
Fonds de Réserve Générale	22.751.960	
	45.259.924	0,4
Dépôts (or)		
Banques centrales		
De 9 à 12 mois	113.611.909	0,9
De 6 à 9 mois	175.847.801	1,5
De 3 à 6 mois	7.022.142	0,1
A 3 mois au maximum	2.632.362.353	21,9
A vue	1.600.916.020	13,3
Autres déposants		
De 6 à 9 mois	17.267.172	0,1
A 3 mois au maximum	192.947.157	1,6
A vue	388.393.025	3,2
	5.128.367.579	
Dépôts (monnales)		
Banques centrales		
A plus d'un an	11.007.074	0,1
De 9 à 12 mois	1.383.009	0,0
De 6 à 9 mois	81.001.878	0,5
De 3 à 6 mois	540.454.497	4,5
A 3 mois au maximum	4.512.657.984	37,5
A vue	54.047.397	0,4
Autres déposants		
De 6 à 9 mois	7.805.820	0,1
De 3 à 6 mois	92.785.357	0,8
A 3 mois au maximum	589.772.165	4,9
A vue	16.490.376	0,1
	5.887.405.557	
Effets		
De 9 à 12 mois	160.277.761	1,3
De 3 à 6 mois	310.163.744	2,6
A 3 mois au maximum	61.799.948	0,5
	532.241.453	
Divers	40.556.610	0,3
Provisions		
Provision pour charges éventuelles	220.000.000	
Provision pour Immeubles	17.500.000	
	237.500.000	2,0
Compte de profits et pertes	45.000.000	0,4
	<u>12.041.331.123</u>	<u>100</u>

RAPPORT DES COMMISSAIRES-VÉRIFICATEURS A MESSIEURS LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET AUX ACTIONNAIRES DE LA BANQUE DES RÉGLEMENTS INTERNATIONAUX A BÂLE.

A notre avis, le Bilan qui précède et le Compte de Profits et Pertes annexé donnent une vue exacte et correcte de la situation des affaires de la Banque au 31 mars 1968 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date.

Nous avons obtenu toutes les informations et explications que nous avons jugées nécessaires. A notre avis, la Banque a tenu ses comptes d'une manière appropriée et le Bilan et le Compte de Profits et Pertes sont en concordance avec les livres et avec les informations et explications susvisées.

Zurich, le 3 mai 1968.

PRICE WATERHOUSE & Co.

COMPTE DE PROFITS ET PERTES

pour l'exercice social clos le 31 Mars 1968

	<u>Francs or</u>
Revenu net provenant des intérêts et autres ressources	62.457.488
Moins: Frais d'administration:	
Conseil d'administration	141.920
Direction et personnel	7.101.184
Frais de bureau et divers	<u>1.716.536</u>
	<u>8.959.640</u>
Excédent net d'exploitation	53.497.848
Moins: Montants affectés aux provisions suivantes:	
Frais d'administration exceptionnels	1.997.848
Immeubles	<u>6.500.000</u>
	<u>8.497.848</u>
BÉNÉFICE NET de l'exercice clos le 31 mars 1968	<u><u>45.000.000</u></u>

RÉPARTITION DU BÉNÉFICE NET

(Article 53, alinéas b, c, d et f, des statuts)

	<u>Francs or</u>
Bénéfice net	45.000.000
Dividende cumulatif de 37,50 francs or par action (6% sur le capital versé)	<u>7.500.000</u>
	37.500.000
Dividende supplémentaire non-cumulatif de 37,50 francs or par action (6% sur le capital versé)	<u>7.500.000</u>
	30.000.000
Transfert au Fonds de Réserve Générale	<u>15.000.000</u>
	15.000.000
Transfert à un Fonds de Réserve Libre	<u>15.000.000</u>
	<u><u>—</u></u>

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Dr J. Zijlstra, Amsterdam	Président du Conseil d'administration, Président de la Banque
Maurice Frère, Bruxelles	Vice-Président
Hubert Ansiaux, Bruxelles	
M. J. Babington Smith, Londres	
Karl Blessing, Francfort-sur-le-Main	
Dr Rudolf Brinckmann, Hambourg	
Jacques Brunet, Paris	
Dr Guido Carli, Rome	
Henri Deroy, Paris	
Dr Donato Menichella, Rome	
Sir Leslie O'Brien, Londres	
Dr Edwin Stopper, Zurich	
Per Åsbrink, Stockholm	

Suppléants

Dr Paolo Baffi, Rome, ou
Prof. Pietro Stoppani, Rome
Bernard Clappier, Paris, ou
Marcel Théron, Paris
C. J. Morse, Londres, ou
R. G. Raw, Londres
Cecil de Strycker, Bruxelles

DIRECTION

Gabriel Ferras	Directeur Général
Dr Milton Gilbert	Conseiller Economique, Chef du Département Monétaire et Economique
Dr Antonio d'Aroma	Secrétaire Général, Chef de Département
Dr Hans H. Mandel	Chef du Département Bancaire
D. H. Macdonald	Directeur
Georges Janson	Directeur
Henri Guisan	Conseiller juridique
Dr Antonio Rainoni	Directeur
<hr/>	
Jan Knap	Directeur Adjoint