

**BANQUE DES  
RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

**QUARANTE ET UNIÈME RAPPORT ANNUEL**

**1<sup>ER</sup> AVRIL 1970 – 31 MARS 1971**

**BÂLE**

**14 JUIN 1971**

## TABLE DES MATIÈRES.

	Page
Introduction . . . . .	1
 I. Examen de l'évolution de la conjoncture et des politiques économiques en 1970-71 . . . . .	 3
<p>Production, prix et salaires (p. 3); taux d'intérêt (p. 8); les mouvements de capitaux et la crise monétaire (p. 12); l'expansion des réserves globales (p. 16); Etats-Unis (p. 19); Allemagne fédérale (p. 24); Royaume-Uni (p. 28); France (p. 32); Italie (p. 35); Japon (p. 37); Canada (p. 39); Belgique (p. 41); Pays-Bas (p. 43); Suède (p. 45); Suisse (p. 47); Autriche (p. 49); Espagne (p. 50); Europe de l'Est (p. 51): <i>Union Soviétique</i> (p. 51), <i>Bulgarie</i> (p. 52), <i>Pologne</i> (p. 52), <i>République démocratique allemande</i> (p. 52), <i>Tchécoslovaquie</i> (p. 53), <i>Hongrie</i> (p. 53), <i>Roumanie</i> (p. 54), <i>Albanie</i> (p. 54), <i>Yougoslavie</i> (p. 54).</p>	
 II. Monnaie, crédit et marchés des capitaux . . . . .	 56
<p>Formation des avoirs liquides et crédits bancaires (p. 56); marchés nationaux des capitaux (p. 61); émissions étrangères et émissions internationales d'obligations (p. 63); évolution du crédit dans les différents pays: <i>Etats-Unis</i> (p. 68), <i>Royaume-Uni</i> (p. 73), <i>Canada</i> (p. 78), <i>Japon</i> (p. 80), <i>Allemagne fédérale</i> (p. 82), <i>Italie</i> (p. 86), <i>France</i> (p. 89), <i>Belgique</i> (p. 92), <i>Pays-Bas</i> (p. 93), <i>Suisse</i> (p. 95), <i>Autriche</i> (p. 97), <i>Danemark</i> (p. 98), <i>Suède</i> (p. 99), <i>Norvège</i> (p. 102), <i>Finlande</i> (p. 103), <i>Espagne</i> (p. 105), <i>Portugal</i> (p. 106).</p>	
 III. Echanges et paiements internationaux . . . . .	 108
<p>Exportations mondiales (p. 108); exportations des principaux pays industriels vers les différentes zones (p. 111); balances des paiements (p. 112): <i>Etats-Unis</i> (p. 114), <i>Canada</i> (p. 118), <i>Japon</i> (p. 121), <i>Royaume-Uni</i> (p. 123), <i>France</i> (p. 126), <i>Allemagne fédérale</i> (p. 129), <i>Italie</i> (p. 132), <i>Union Economique Belgo-Luxembourgeoise</i> (p. 135), <i>Pays-Bas</i> (p. 137), <i>Autriche</i> (p. 139), <i>Suisse</i> (p. 141), <i>Suède</i> (p. 142), <i>Danemark</i> (p. 143), <i>Norvège</i> (p. 143), <i>Finlande</i> (p. 144), <i>Espagne</i> (p. 145); politique commerciale: <i>libéralisation des échanges au sein du G.A.T.T.</i> (p. 146), <i>Communauté Economique Européenne</i> (p. 147), <i>préférences accordées aux pays en voie de développement</i> (p. 149), <i>politique des Etats-Unis</i> (p. 150).</p>	
 IV. Or, réserves monétaires et changes . . . . .	 151
<p>Or: production, marchés et réserves (p. 151); mouvements monétaires: <i>Etats-Unis</i> (p. 157), <i>Royaume-Uni</i> (p. 159), <i>France</i> (p. 162), <i>Allemagne fédérale</i> (p. 163), <i>Italie</i> (p. 164), <i>Union Economique Belgo-Luxembourgeoise</i> (p. 165), <i>Pays-Bas</i> (p. 167), <i>Suisse</i> (p. 168), <i>Suède</i> (p. 169), <i>Danemark</i> (p. 169), <i>Finlande</i> (p. 170), <i>Norvège</i> (p. 170), <i>Autriche</i> (p. 170), <i>Espagne</i> (p. 170), <i>Portugal</i> (p. 170), <i>Turquie</i> (p. 171), <i>Grèce</i> (p. 171), <i>Irlande</i> (p. 171), <i>Canada</i> (p. 171), <i>Japon</i> (p. 172); <i>Fonds Monétaire International</i> (p. 173); marchés des changes (p. 176): <i>livre sterling</i> (p. 177), <i>deutsche mark</i> (p. 178), <i>franc français</i> (p. 180),</p>	

*franc suisse (p. 180), lire (p. 182), florin (p. 182), franc belge (p. 183), couronne suédoise (p. 183), couronne danoise (p. 183), couronne norvégienne (p. 183), schilling autrichien (p. 183), peseta espagnole (p. 183), dollar canadien (p. 184), yen japonais (p. 185); autres événements dans le domaine des changes (p. 185).*

## V. Le marché des euro-monnaies . . . . . 192

*Evolution générale (p. 192), positions globales (p. 193), analyse par pays recensé (p. 195), origines et utilisations (p. 198), évolution des taux d'intérêt (p. 203).*

## VI. Accord Monétaire Européen . . . . . 207

*Examen de l'Accord (p. 207); opérations effectuées au titre de l'Accord: Fonds Européen (p. 207), Système Multilatéral de Règlements (p. 210); situation des comptes (p. 211); administration de l'Accord Monétaire Européen (p. 213).*

## VII. Activités de la Banque . . . . . 214

*Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales (p. 214); opérations du Département bancaire (p. 215): composition des ressources (p. 216), utilisation des ressources (p. 220); la Banque comme Mandataire (Trustee) d'emprunts publics internationaux (p. 223); la Banque comme Agent de l'O.C.D.E. (Accord Monétaire Européen) (p. 225); la Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier (p. 226); bénéfices nets et répartition (p. 226); modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction (p. 228).*

## Conclusion . . . . . 230

Bilan et compte de Profits et Pertes au 31 mars 1971.

## LISTE DES TABLEAUX ET DES GRAPHIQUES.

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque.)

	Page
 <b>I. Examen de l'évolution de la conjoncture et des politiques économiques en 1970-71</b>	
Production, prix et salaires *	5
Salaires et chômage dans un certain nombre de pays *	7
Taux d'intérêt à court et à long terme *	10
Variations des réserves monétaires globales	17
Etats-Unis: Balance des paiements	23
Origine et utilisation des ressources.	26
Economies des pays de l'Europe de l'Est: Revenu National – Production industrielle et agricole	53
 <b>II. Monnaie, crédit et marchés des capitaux</b>	
Système bancaire: Evolution de la situation monétaire	58
Modifications des taux d'escompte officiels.	60
Marchés nationaux des capitaux: Montant net des émissions	62
Emissions étrangères et internationales d'obligations: Emissions publiques et privées	65
Emissions internationales d'obligations *	66
Rendements des émissions nationales et internationales d'obligations en dollars E.U. et en deutsche marks *	67
Etats-Unis:	
Variations des avoirs et des engagements financiers	69
Ressources collectées par les secteurs non financiers sur les marchés du crédit	71
Royaume-Uni:	
Epargne, investissements et variations des avoirs et des engagements financiers	74
Expansion du crédit intérieur	75
Canada: Ressources collectées par les secteurs non financiers sur les marchés du crédit	79
Japon: Variations des avoirs et des engagements financiers	81
Allemagne fédérale: Epargne, investissements et variations des avoirs et des engagements financiers	84
Italie: Epargne, investissements et variations des avoirs et des engagements financiers	88
Suède: Flux net de crédits	101
 <b>III. Echanges et paiements internationaux</b>	
Commerce international	108
Prix à l'exportation*	110
Pays industriels: Progression des exportations à destination des différentes zones	111
Balances des paiements:	
Principales zones industrielles	112
Etats-Unis	115
Canada	119
Japan	122
Royaume-Uni	124
France	127



	Page
Allemagne fédérale . . . . .	130
Italie . . . . .	133
Union Economique Belgo-Luxembourgeoise . . . . .	136
Pays-Bas . . . . .	138
Pays d'Europe occidentale (résumés) . . . . .	140

#### IV. Or, réserves monétaires et changes

Production mondiale d'or . . . . .	151
Estimations des utilisations de l'or . . . . .	152
Cours de la barre d'or sur le marché de Londres * . . . . .	154
Encaisses-or dans le monde . . . . .	156
Mouvements monétaires avec l'étranger:	
Etats-Unis . . . . .	158
Royaume-Uni . . . . .	160
France . . . . .	162
Pays d'Europe continentale, Canada et Japon . . . . .	166
Fonds Monétaire International: Tirages et rachats . . . . .	175
Cours par rapport au dollar des Etats-Unis:	
Livre sterling et deutsche mark * . . . . .	179
Franc français, franc suisse, lire et florin * . . . . .	181
Cours du dollar canadien à New York * . . . . .	184

#### V. Le marché des euro-monnaies

Positions extérieures en dollars et en certaines autres monnaies étrangères des banques européennes . . . . .	194
Engagements et avoirs de banques commerciales en certaines monnaies étrangères envers des non-résidents . . . . .	196
Estimation des dimensions du marché des euro-monnaies . . . . .	200
Positions en monnaies étrangères de banques européennes envers des non-résidents . . . . .	202
Taux d'intérêt des dépôts interbancaires à trois mois en euro-monnaies * . . . . .	203

#### VI. Accord Monétaire Européen

Fonds Européen:	
Utilisation des crédits consentis . . . . .	208
Situation des comptes . . . . .	211

#### VII. Activités de la Banque

Evolution du total du bilan . . . . .	215
Comptes d'ordre . . . . .	216
Passif * . . . . .	216
Composition des ressources . . . . .	218
Fonds empruntés:	
d'après leur origine . . . . .	218
d'après leur nature et leur durée . . . . .	219

	Page
Actif *	220
Position-or	221
Avoirs à vue et autres placements	221
Dépôts à terme et avances, titres à terme	222
Emprunt extérieur allemand 1924 (Emprunt Dawes)	223
Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young)	224
Emprunt international de la République fédérale d'Autriche 1930	224
Emprunts garantis de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier	225

# QUARANTE ET UNIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à

l'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

de la

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

tenue à

Bâle, le 14 juin 1971.

Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le quarante et unième Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux, relatif à l'exercice commencé le 1er avril 1970 et clos le 31 mars 1971.

Au cours de l'exercice, il a été procédé à l'émission, au profit de banques centrales, de 16.400 actions nouvelles, ce qui a eu pour résultat de porter à 464.725 le nombre total d'actions émises et libérées de 25%. Les modalités détaillées de cette opération, qui modifie légèrement la structure du capital de la Banque, sont exposées au Chapitre VII du présent Rapport.

Après déduction des montants transférés aux provisions, le bénéfice net s'élève à 99.448.906 francs or, contre 83.179.570 francs or pour le précédent exercice.

Le Conseil d'administration recommande à la présente Assemblée générale d'affecter, en application de l'article 51 des Statuts de la Banque, la somme de 25.448.906 francs or au paiement d'un dividende global de 56,25 francs or par action comprenant, à raison de 37,50 francs or, le dividende prioritaire de 6%, et un montant de 18,75 francs or représentant le dividende supplémentaire maximum de 3%; ce dividende global sera payable au titre d'un exercice complet dans le cas de 448.325 actions, et au titre de trois mois dans le cas des 16.400 nouvelles actions mentionnées ci-dessus.

Le Conseil recommande en outre de transférer 37.000.000 de francs or au «Fonds de réserve générale», 14.800.000 francs or au «Fonds spécial de réserve de dividendes» et 22.200.000 francs or au «Fonds de réserve libre».

Si ces recommandations sont adoptées, le dividende de la Banque pour l'exercice 1970-71 s'élèvera à 56,25 francs or par action pour 448.325 actions et à 14,0625 francs or par action pour les 16.400 actions émises au cours de l'exercice.

Ces sommes seront payables aux actionnaires le 1er juillet 1971 à raison de 75,05 francs suisses par action et de 18,76 francs suisses par action respectivement.

Le Chapitre I du présent Rapport traite de l'évolution de la conjoncture et des politiques économiques en Europe, aux Etats-Unis, au Canada et au Japon en 1970 et pendant les premiers mois de 1971. Les trois chapitres suivants passent en revue l'évolution de divers pays dans les domaines du crédit, des paiements extérieurs, de la production d'or, des réserves monétaires et des changes. Le Chapitre V donne un aperçu du marché des euro-monnaies, et le Chapitre VI un compte rendu du fonctionnement de l'Accord Monétaire Européen. Le Chapitre VII concerne le rôle de la Banque dans le développement de la coopération entre banques centrales, ses opérations courantes et les fonctions qu'elle exerce pour le compte de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier et en qualité de Mandataire (Trustee) d'emprunts internationaux.

## I. EXAMEN DE L'ÉVOLUTION DE LA CONJONCTURE ET DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES EN 1970-71.

La situation économique et monétaire dans les pays industriels a été insatisfaisante, voire décevante à maints égards, durant l'année écoulée. Si les Etats-Unis et le Royaume-Uni ont connu un état de semi-récession et si l'activité économique a, dans la plupart des autres pays, dépassé son point culminant, ce ne sont pourtant ni la production, ni l'emploi, qui ont causé les principales difficultés. Comme le prouve l'expérience accumulée depuis la fin de la guerre, ces facteurs de l'économie peuvent être très bien réglés grâce à une action résolue des pouvoirs publics. Mais, pour les autres problèmes, la voie à suivre est beaucoup moins claire.

Peut-être est-ce l'inflation des prix, provoquée par des augmentations de salaires exceptionnellement fortes – et même, dans quelques pays, déraisonnables – qui a constitué le principal motif d'insatisfaction. Avec elle s'est produite une agitation sociale considérable. Par ailleurs, le niveau des taux d'intérêt et l'importance des écarts de taux ont eu des effets perturbateurs. Les taux d'intérêt aux Etats-Unis sont restés à des niveaux records pour une période de récession mais, malgré cela, les écarts avec les autres places financières ont provoqué des mouvements internationaux de capitaux d'une ampleur sans précédent. Enfin, en 1971, si peu de temps après la réévaluation du deutsche mark en automne 1969, une nouvelle secousse s'est produite sur les marchés des changes. Elle s'est traduite par des achats massifs de deutsche marks et d'autres devises, faisant ressortir la faiblesse sous-jacente du dollar – même si les divergences de politique monétaire expliquent aussi en grande partie ces achats. D'ailleurs, la manière dont il a été mis fin à la crise en laissant flotter le deutsche mark et le florin montre que de sérieux problèmes concernant l'avenir du système international restent encore à résoudre.

### **Production, prix et salaires.**

Au cours de l'année passée, la croissance de la production s'est ralentie dans la plupart des pays industriels. Pour le Canada et les Etats-Unis, 1970 a été, du début à la fin, une année de récession modérée et d'aggravation du chômage, provoquée par la politique de restriction de la demande mise en œuvre en 1969. Au Royaume-Uni également, le chômage s'est accru, l'augmentation de la production étant restée inférieure, pour la deuxième année de suite, à celle de la capacité productive.

Sur le continent européen et au Japon, le ralentissement a débuté plus tard, principalement au second semestre de 1970 et, en dépit du caractère assez restrictif des politiques monétaires, les économies de ces pays ont donné des signes plus rares de sous-emploi. A la vérité, l'excès de la demande a même persisté en Autriche, aux Pays-Bas et en Suisse, et ne s'est que modérément atténué en Allemagne fédérale

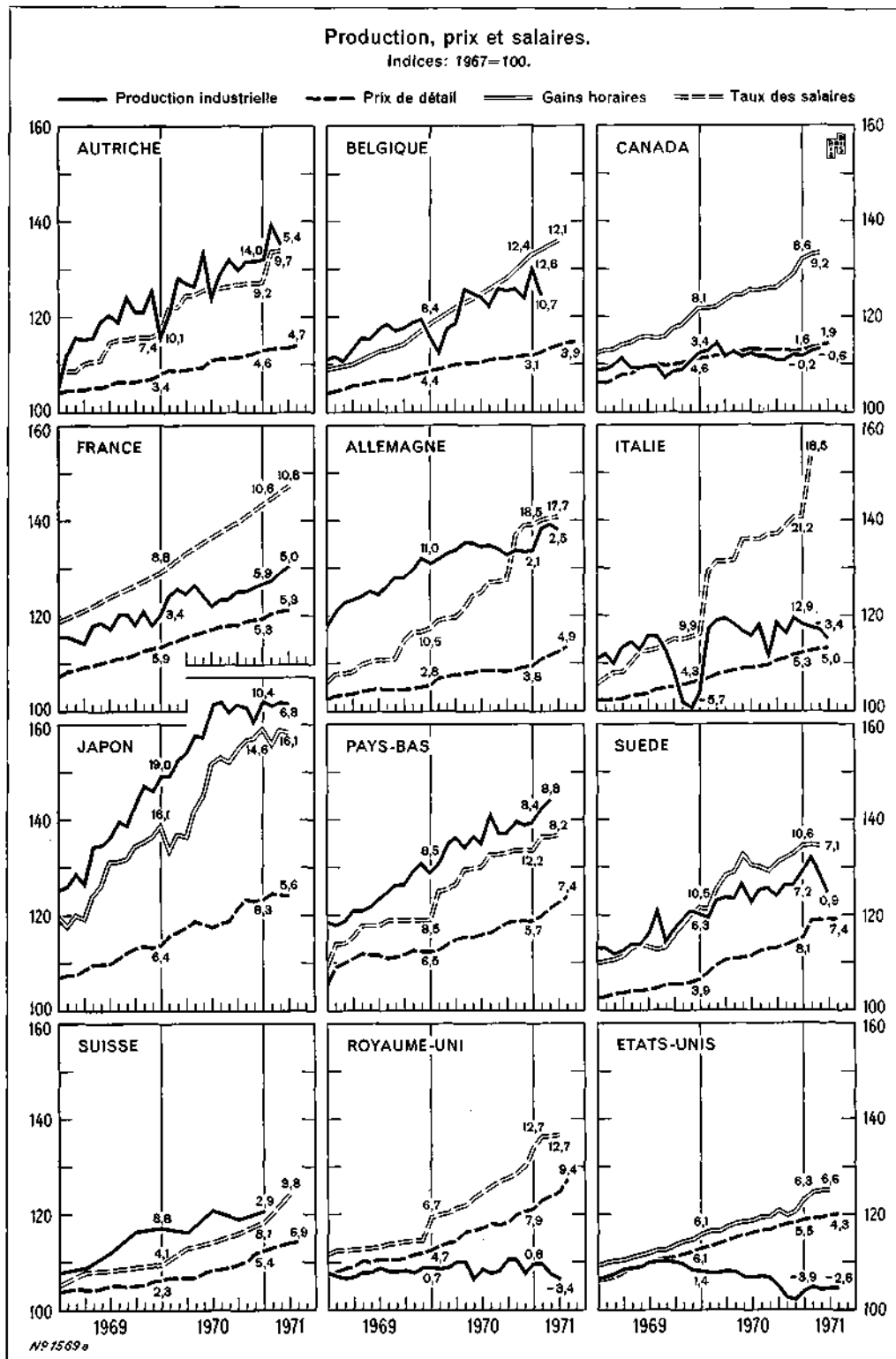
et en Suède. En Belgique et en France, la capacité de production a été pleinement employée, mais cependant sans qu'apparaissent de tensions. En Italie, en revanche, la production a été freinée par l'agitation ouvrière et, à partir de l'été, la politique monétaire n'a plus été restrictive. Au Japon, la forte activité s'est atténuée pendant le quatrième trimestre de 1970, période au cours de laquelle le taux de croissance du produit national brut en volume est tombé en dessous de 10%. Dans nombre de pays, les tendances à la récession se sont surtout manifestées dans le secteur du logement — qui n'est pas couvert par les indices de production industrielle présentés dans le graphique ci-après.

La hausse rapide des salaires et des prix amorcée en 1969 s'est poursuivie presque partout sans que ce mouvement ait été très étroitement lié, dans les divers pays, au degré de pression exercée sur les ressources. La hausse des salaires a été de l'ordre de 8 à 10% dans la plupart des cas; mais elle a été proche de 15% au Royaume-Uni et de 20% en Allemagne fédérale et en Italie. Les plus fortes augmentations ont souvent été obtenues dans la construction et dans les services. Les prix ont moins augmenté, en raison d'une part du délai de répercussion habituel, et aussi du fait que l'expansion s'est ralentie. La hausse mesurée par l'indice implicite des prix dérivés du P.N.B. s'est située, dans la plupart des cas, entre 4½ et 6½%, mais elle a presque atteint 7½% en Allemagne fédérale et au Royaume-Uni. Les prix de détail ont monté plus que le niveau général des prix au Japon, en Suède et aux Etats-Unis, mais moins dans les autres pays.

Dans un certain nombre de pays — Etats-Unis, Canada, Allemagne fédérale, Suède et Japon — la première impulsion à l'inflation accélérée avait été donnée par l'excès de la demande. Cependant, les autorités ayant laissé cette situation se prolonger trop longtemps sans y mettre bon ordre, les syndicats ont pris le mors aux dents et commencé à accroître leurs revendications de salaires afin, soit d'obtenir pour leurs adhérents une part plus large du revenu national, soit de compenser les hausses de prix. En 1970, avec le ralentissement de l'activité économique, la poussée des salaires a commencé à devenir le principal moteur de l'inflation.

Dans certains autres pays, au contraire, l'inflation a été déclenchée par les coûts, tandis que l'excès de la demande, dans la plupart des cas, n'apparaissait qu'ensuite comme aux Pays-Bas et en Suisse. Les prix à l'importation et les réformes de structure de la fiscalité ont parfois joué un rôle, même si les salaires ont été généralement les principaux responsables. La Suisse est cependant un pays où l'inflation par les salaires a été relativement faible, bien que les taux aient été affectés, dans une certaine mesure, par les hausses enregistrées dans les pays voisins.

C'est en Italie et au Royaume-Uni que la poussée des salaires s'est manifestée avec le plus de force. L'explosion de revendications salariales et la vague de grèves en Italie ont eu pour partie un caractère politique, alors qu'au Royaume-Uni, l'une des principales causes de l'agitation a été le mécontentement à l'encontre d'une progression des salaires réels plus faible que d'ordinaire pendant la période 1968-69, au cours de laquelle la balance des paiements est devenue excédentaire. En France, la forte poussée des salaires s'était déjà produite plus tôt qu'ailleurs, à la suite des événements de mai 1968. En 1969-70, l'incidence inflationniste de la dévaluation a donné un



Remarque: Les chiffres indiquent les pourcentages de variation sur douze mois.

nouveau tour à la spirale prix-salaires, directement par ses effets sur les prix et les coûts, et indirectement par la forte reprise des exportations. De surcroît, la réévaluation du deutsche mark, tout en contribuant à atténuer la surchauffe en Allemagne fédérale, a eu tendance à accroître l'inflation des prix dans les pays voisins. En Autriche, en Belgique et aux Pays-Bas, par exemple, les prix à l'importation ont été responsables, à concurrence d'un tiers environ, de la hausse des prix de détail en 1970. En Suisse également, leur rôle a été important.

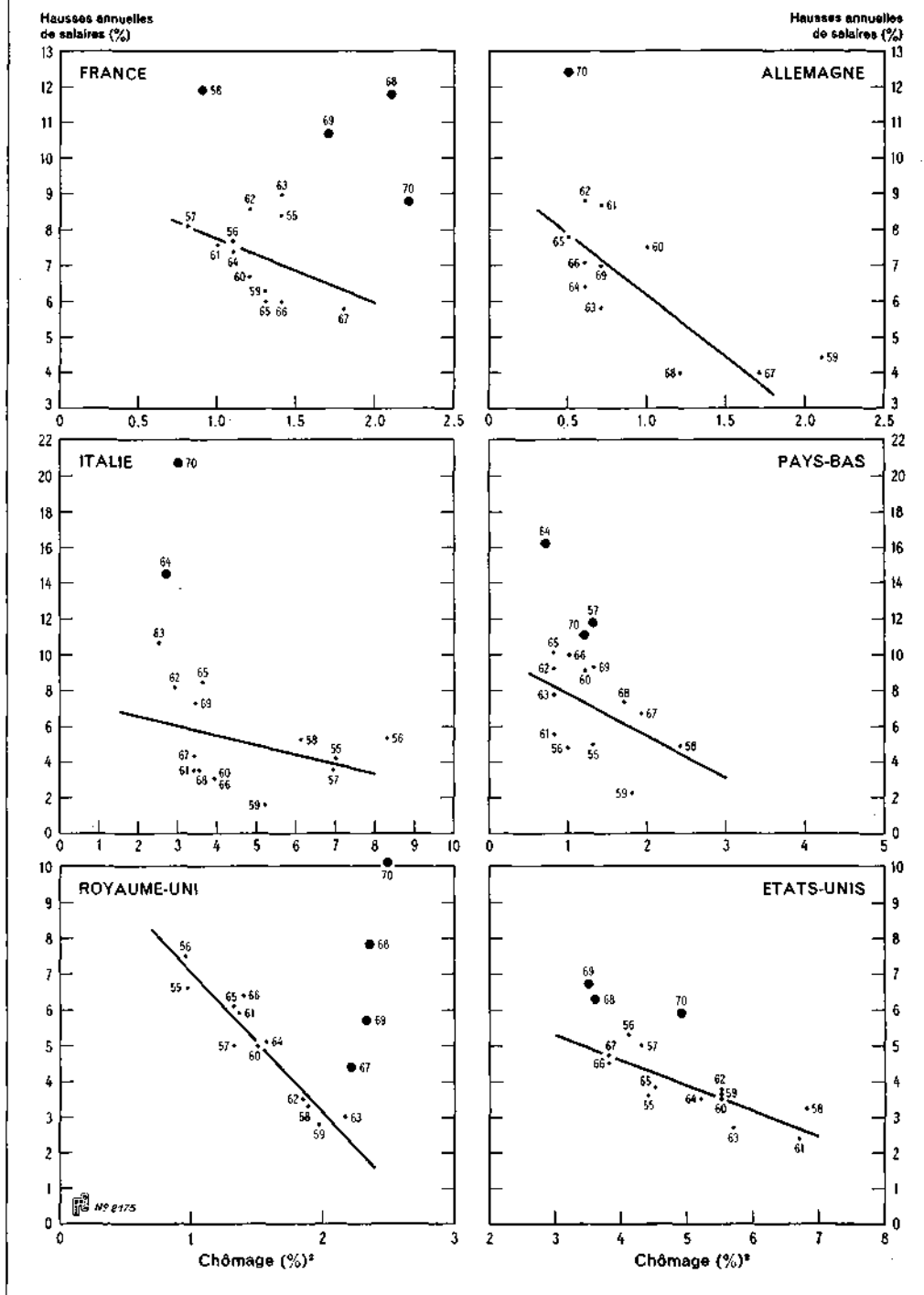
Le graphique de la page ci-contre met en évidence la relation qui a généralement existé dans le passé entre le chômage et le taux de progression des salaires dans six pays industriels. Il ne vise pas à montrer ce qui se produirait s'il existait un marché libre de la main-d'œuvre, mais ce qui s'est passé effectivement depuis les dernières années de la décennie 1950-59. En fait, il est d'usage que les salaires augmentent plus vite en période de prospérité et que les syndicats modèrent leurs revendications en période de récession. C'est ce qui ressort de la pente et de la position des droites, qui indiquent l'importance moyenne des relèvements de salaires en fonction d'un niveau donné de chômage. La montée en flèche des salaires, au cours de ces deux ou trois dernières années, a toutefois bouleversé complètement le schéma précédent. Certes, des explosions de salaires ont déjà eu lieu antérieurement — par exemple, en France après les dévaluations de 1957-58, ainsi qu'en Italie et aux Pays-Bas en 1964. Mais jamais encore un mouvement aussi puissant et aussi étendu que celui de 1969-70 ne s'était produit. Même en Allemagne fédérale, où la demande a manifestement revêtu un caractère excessif de 1968 à 1970, on est frappé de constater à quel point les salaires ont monté plus rapidement en 1970 qu'au cours des précédentes périodes de pression de la demande, telles que 1960-61.

L'expérience de ces dernières années a montré combien il importe d'éviter que les périodes de demande excessive ne se prolongent si l'on veut pouvoir contenir la poussée des salaires et des prix. Mais elle a aussi montré qu'il ne suffit pas d'agir sur la demande pour obtenir une stabilité raisonnable des prix: une certaine forme de politique des salaires ou des revenus est également nécessaire en présence d'augmentations excessives des rémunérations sans rapport avec l'état de la demande.

Un petit nombre de pays cherchent de manière continue à appliquer une politique des revenus, et plusieurs autres ont pris des mesures dans ce sens l'an dernier. Certains gouvernements qui s'étaient efforcés de renoncer à cette politique se sont vus contraints de faire machine arrière lorsqu'ils se sont trouvés en présence de hausses accélérées des salaires dans un climat de récession. En mars 1971, les autorités américaines ont fixé des directives de salaires applicables au secteur de la construction, qui avait été manifestement excessif dans la présentation de revendications salariales de caractère inflationniste. Au Canada, les hausses de prix ont été atténuées pendant un certain temps grâce à un programme de modération volontaire, mais les autorités n'ont pas réussi à s'assurer l'appui des syndicats pour freiner la progression des rémunérations. La Suède a institué des contrôles administratifs des prix; comme les revendications salariales de caractère inflationniste continuaient de se développer, soutenues par l'action dans les entreprises, le gouvernement a prononcé au début de 1971 l'interdiction temporaire des grèves et des lock-out. Aux Pays-Bas, les prix sont soumis



# Salaires et chômage dans un certain nombre de pays<sup>1</sup>.



<sup>1</sup> Les droites de régression des salaires par rapport au chômage ne comprennent pas les années de hausse exceptionnelle des salaires (figurées par des gros points). <sup>2</sup> En pourcentage de la main-d'œuvre.

à une réglementation administrative depuis 1969 et, à la fin de 1970, un plafond a été imposé aux augmentations de salaires pour une durée de six mois. Les autorités belges ont également renforcé le contrôle des prix depuis le 1er janvier 1971, en vue d'empêcher une hausse soudaine du coût de la vie à la suite de l'adoption de la taxe à la valeur ajoutée.

Ces mesures n'ont cependant pas exercé, jusqu'à présent, une influence sensible sur la course salaires-prix. En effet, il s'agissait souvent de mesures temporaires et beaucoup d'entre elles n'ont été appliquées que lorsque le mal était déjà fait — c'est-à-dire alors que l'élan inflationniste était devenu excessif.

### **Taux d'intérêt.**

L'année écoulée a été marquée par la désescalade des taux d'intérêt à partir des niveaux records auxquels ils étaient parvenus. Dans la plupart des cas, les taux à court terme avaient atteint leur apogée à la fin de 1969; le revirement a été provoqué, tout comme la progression accélérée de la période précédente, par l'orientation nouvelle de la politique monétaire des Etats-Unis.

Devant le fléchissement du produit national brut en volume au dernier trimestre de 1969, les autorités américaines se sont décidées, au début de 1970, à assouplir le dispositif de resserrement du crédit. L'abandon de la politique restrictive a été réalisé progressivement au cours de l'année, dans le souci d'éviter que le marché des Etats-Unis ne soit submergé de liquidités. La masse monétaire, au sens étroit du terme, s'est accrue de 5% environ entre la fin de 1969 et la fin de 1970. Cependant, par suite d'un «réacheminement» de ressources vers le système bancaire — dû aux modifications des relations entre les taux du marché libre et les plafonds fixés par la Réglementation Q — la masse monétaire prise dans un sens large (c'est-à-dire en y incluant les dépôts à terme) a progressé d'environ 12% pendant la même période.

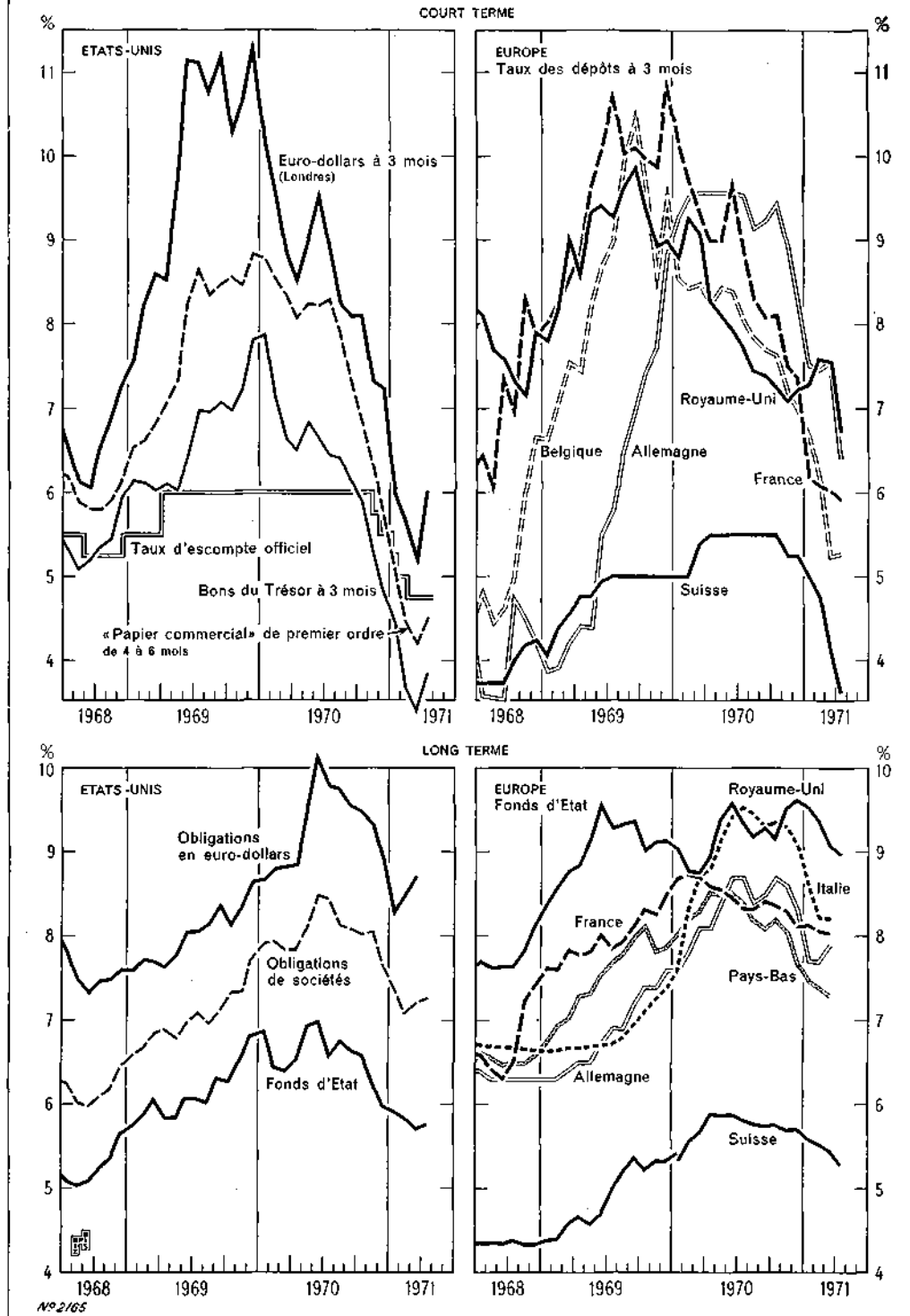
Toutefois, étant donné le ralentissement de l'activité économique et le fléchissement de la demande de crédits bancaires, les taux d'intérêt ont subi des baisses sensibles. Dans un premier temps, le mouvement s'est limité au court terme; les taux d'intérêt à long terme sont demeurés à un niveau élevé, principalement sous l'effet du recours massif des entreprises à l'emprunt à long terme, dont le produit a été affecté, pour l'essentiel, au renforcement de leur position de liquidité, contribuant ainsi au recul des taux d'intérêt à court terme. En même temps, les émissions d'obligations des Etats et des collectivités locales se sont fortement développées par rapport au niveau exceptionnellement bas de 1969. Durant l'été, lorsque les banques, disposant d'une masse croissante de liquidités, ont acheté dans de fortes proportions des emprunts locaux et des fonds d'Etat, la baisse des taux d'intérêt s'est accélérée et s'est étendue au compartiment à long terme du marché. En l'absence de modifications importantes de la situation économique, le mouvement s'est poursuivi au premier trimestre de 1971.

En valeur absolue, cette récession a comporté les diminutions de taux d'intérêt les plus importantes qui aient été observées dans toute la période d'après-guerre. A noter toutefois que ce recul s'explique par les niveaux anormaux auxquels les taux avaient été portés plutôt que par un assouplissement excessif de la politique monétaire en période d'affaiblissement de la conjoncture. Exprimé en pourcentage, le fléchissement des taux a été soit moindre, soit approximativement du même ordre qu'au cours des récessions de 1953-54 et 1957-58; de plus, les taux ne sont pas tombés aussi bas que durant les précédentes phases de ralentissement d'activité de l'après-guerre.

Que ce soit en hausse ou en baisse, le mouvement des taux d'intérêt en dollars a été la source de perturbations monétaires dans différents pays, où l'évolution conjoncturelle marquait un certain retard par rapport à celle des Etats-Unis. Au début de 1970, de nombreux pays étaient encore aux prises avec un excès de la demande globale, ce qui les incitait à poursuivre une politique monétaire rigoureuse sur le plan interne. A partir du printemps de 1970, l'activité a généralement eu tendance à s'infléchir, mais un grand nombre de pays n'en ont pas moins continué d'appliquer une politique monétaire restrictive dans leurs efforts pour réduire l'inflation des salaires, qui se poursuivait obstinément. Aussi le mouvement de baisse des taux d'intérêt américains, qui s'est rapidement étendu au marché des euro-monnaies, a-t-il engendré des afflux de capitaux dans un certain nombre de pays pour lesquels il devint alors difficile, voire impossible, de maintenir une politique autonome en matière de crédit. Les autorités se sont le plus souvent opposées à la détente des taux intérieurs, encore que leur action ait, bien entendu, été dictée par des considérations qui variaient d'un pays à l'autre selon le type ou le degré des tensions inflationnistes et la situation de la balance des paiements. En général, les pouvoirs publics ont continué de recourir aux méthodes de contrôle direct, principalement au plafonnement quantitatif du crédit, s'étendant souvent aussi bien aux intermédiaires financiers du secteur non bancaire qu'aux banques elles-mêmes et renforcé dans certains cas par un contrôle des émissions de valeurs mobilières. Des restrictions sur le volume du crédit ont été introduites au Japon et dans la quasi-totalité des pays d'Europe occidentale, les principales exceptions étant l'Allemagne fédérale et l'Italie. Pour mieux asseoir l'autonomie de leur politique monétaire, la plupart des pays ont également recouru à des contrôles quantitatifs pour réglementer la position en devises des banques et les emprunts à l'étranger de résidents autres que le secteur bancaire.

Au Canada, le développement de l'activité économique a généralement précédé l'évolution de la conjoncture des Etats-Unis; de la sorte, l'évolution des taux d'intérêt canadiens a été sensiblement identique à celle, déjà esquissée, des taux américains. En principe, la décision prise fin mai 1970 par les autorités canadiennes de laisser flotter librement le cours de leur monnaie aurait pu permettre de distendre les liens existant entre la structure des taux dans les deux pays; toutefois, étant donné que les autorités canadiennes devaient, elles aussi, faire face à un tassement de la conjoncture et à un chômage important, la détente des taux nationaux était souhaitable pour des raisons internes. De même que les taux à court terme, les taux à échéance éloignée atteignirent leur maximum à la fin de 1969 et la vigoureuse demande de fonds à long terme n'eut pas de conséquence autre que de limiter le glissement des taux de cette catégorie de ressources.

Taux d'intérêt à court et à long terme.



En ce qui concerne les pays d'Europe occidentale, les politiques d'ajustement de la demande menées par la France et la Belgique avaient déjà obtenu de bons résultats à la fin de 1969. Aussi les autorités de ces deux pays ont-elles laissé fléchir les taux à court terme plus ou moins parallèlement à ceux du marché de l'euro-dollar. Quant aux taux à long terme, leur physionomie a été différente dans les deux pays. En France, ils ont amorcé un mouvement de recul au deuxième trimestre de 1970, tandis qu'en Belgique ils n'ont atteint leur niveau maximum qu'au début du quatrième trimestre.

En Italie et en Suède, les tensions internes se sont progressivement relâchées au second semestre. En Italie, le resserrement monétaire a prévalu, tant dans le secteur à court terme que dans le long terme, jusqu'au milieu de 1970, et les taux ont atteint des niveaux records, supérieurs à ceux qui étaient pratiqués sur l'euro-marché pour des échéances correspondantes. Par la suite, les autorités ont graduellement assoupli leur politique en raison du tassement de la demande globale. Les taux à long et à court terme se sont inscrits en baisse, tout en se maintenant cependant au-dessus de ceux de l'euro-marché. En 1970 et au début de 1971, les entrées de capitaux furent accueillies favorablement, car elles permettaient de compenser partiellement les sorties de fonds qui, autrement, auraient été difficilement supportables, étant donné la faiblesse de l'excédent des transactions courantes. En Suède, les autorités ont poursuivi une politique monétaire rigoureuse jusqu'au quatrième trimestre de 1970, soucieuses qu'elles étaient de modérer l'évolution de la conjoncture. Leur action s'est orientée essentiellement vers le plafonnement du crédit, et les taux d'intérêt sont restés plutôt fermes jusque vers la fin de l'année. Les entrées de capitaux étrangers ont empêché un amenuisement des réserves de change et atténué la pression exercée sur les trésoreries des entreprises.

Aux Pays-Bas, l'excès de la demande a persisté jusqu'au printemps de 1971. Les autorités se sont efforcées de maintenir une politique monétaire rigoureuse, principalement sous la forme de restrictions quantitatives du crédit et de l'instauration d'un contrôle des changes applicable aux emprunts à l'étranger du secteur non bancaire. Le resserrement du crédit a toutefois été largement neutralisé par un revirement dans les termes de paiement vis-à-vis des non-résidents et par les entrées de capitaux étrangers attirés notamment par les rendements élevés des actifs libellés en florins. La Suisse a connu une situation quelque peu semblable puisque la politique monétaire restrictive, appliquée par les autorités helvétiques tout au long de l'année, était axée sur le plafonnement du crédit et la réglementation des émissions de valeurs mobilières. Tout en demeurant inférieurs aux niveaux mondiaux, les taux d'intérêt à court et à long terme se sont raffermis en 1970. En automne, toutefois, la détente des taux à l'étranger, bien qu'ayant été suivie d'une légère réduction des taux à court terme sur le plan interne, a donné le signal d'un rapatriement d'avoirs suisses, provoquant ainsi un certain affaiblissement des restrictions de crédit.

En Allemagne fédérale, l'excès de la demande a progressivement cédé le pas, au cours de l'année 1970, à des tensions inflationnistes provoquées par la poussée en hausse des coûts de production. Cependant, la politique monétaire est demeurée restrictive. Les taux des dépôts interbancaires à trois mois se sont maintenus entre 9 et 10% de janvier à octobre, pour n'accuser ensuite et jusqu'au premier trimestre

de 1971 qu'un léger recul par comparaison avec l'évolution des taux dans les autres pays. Aussi a-t-on assisté, en 1970 et dans les premiers mois de 1971, à un afflux massif de capitaux étrangers auquel les autorités ont permis progressivement d'exercer un effet d'expansion sur la liquidité interne.

En décidant de poursuivre une politique monétaire assez restrictive en 1970, les autorités du Royaume-Uni justifiaient leur action par la nécessité de s'opposer à la poussée des salaires plutôt que par la lutte contre l'inflation de la demande. Néanmoins, elles ont laissé les taux à court terme s'écarter des sommets atteints à la fin de 1969 pour fléchir parallèlement aux taux du marché de l'euro-dollar, jusqu'à la fin de novembre 1970. Comme l'expansion des avances bancaires en sterling était sujette à limitation et que les taux d'intérêt à long terme se maintenaient à un niveau élevé, les entreprises britanniques ont fait largement appel à des emprunts en monnaies étrangères pour satisfaire leurs besoins internes. En juin 1970, les taux de rendement à long terme s'établirent à des niveaux sans précédent; en dépit d'une légère détente intervenue sur le marché pendant le second semestre, ils atteignaient encore un niveau élevé par rapport à l'étranger. De décembre 1970 à la fin de mars 1971, dans le cadre de leur action menée pour contenir la poussée des salaires, les autorités s'opposèrent au mouvement de baisse des taux en maintenant le taux d'escompte à 7% et en vendant un volume important de fonds d'Etat.

Au début d'avril 1971, diverses mesures ont été prises dans plusieurs pays européens et aux Etats-Unis en vue de réduire l'écart entre les taux d'intérêt à court terme. La Bundesbank et la Banque d'Angleterre ont abaissé d'un point chacune leur taux d'escompte pour le ramener à 5 et 6% respectivement, tandis que la Nederlandsche Bank et la Banca d'Italia réduisaient le leur d'un demi-point, à 5½ et 5%. Dans les trois premiers cas, l'ajustement du taux officiel était dicté en grande partie par des considérations d'ordre externe, alors que la Banca d'Italia s'efforçait également de relancer les investissements intérieurs.

Parallèlement, les autorités américaines ont lancé une nouvelle « opération twist » destinée à soutenir les taux à court terme et à accentuer la baisse des taux de rendement des valeurs à plus longue échéance. Cette tactique, qui revêt essentiellement la forme d'achats d'obligations à l'open market, conjugués avec des cessions – ou une réduction des acquisitions – de bons du Trésor, vise à enrayer les sorties de capitaux à court terme, tout en dégagant le marché des valeurs à revenu fixe et en contribuant à maintenir les taux hypothécaires à un niveau peu élevé.

### **Les mouvements de capitaux et la crise monétaire.**

Depuis le début de 1970, des mouvements considérables de capitaux et de fonds bancaires ont de nouveau constitué un trait saillant de la situation monétaire internationale. Mis à part l'afflux de fonds au Canada, dont la nature a été en partie spéculative, et certaines répercussions des ajustements de taux de change de 1969, qui se sont poursuivies au début de 1970, ces mouvements s'expliquent essentiellement par

les larges divergences, qui ont été décrites dans la section précédente, entre les politiques monétaires et les taux d'intérêt. Pendant la crise de mai 1971, ce sont évidemment les considérations spéculatives et les soucis de protection monétaire qui ont dominé la situation.

On peut dire, d'une façon générale, que le puissant courant de fonds bancaires qui s'était dirigé d'Europe vers les Etats-Unis en 1969 s'est renversé en 1970-71. Pendant la période de la fin de 1968 à la mi-novembre 1969, marquée par le resserrement monétaire aux Etats-Unis, les banques américaines avaient emprunté près de \$9 milliards sur le marché de l'euro-dollar par l'intermédiaire de leurs filiales à l'étranger. Elles ont ensuite réduit leurs engagements de l'espèce de plus de \$13 milliards entre le milieu de novembre 1969 et la mi-mai 1971. Les sorties ont donc été beaucoup plus importantes que les entrées notées en 1969 et pour un montant plus élevé qu'il ne ressort des chiffres ci-dessus, étant donné que, sur les capitaux qui ont afflué en 1969, quelque \$4 milliards représentaient simplement un mouvement en circuit fermé de fonds d'origine américaine transitant par le marché de l'euro-dollar.

Durant les quatre premiers mois de 1971, les autorités des Etats-Unis se sont employées à éponger une fraction importante des dollars qui affluaient sur le marché des euro-monnaies et dans les réserves des autres pays. A cet effet, elles ont placé auprès des filiales étrangères des banques américaines pour \$3 milliards de bons à court terme, émis spécialement pour la circonstance. En conséquence, alors que les engagements des banques-mères envers leurs filiales à l'étranger ont diminué de \$5,5 milliards au cours de cette période, le solde net des sorties de fonds à destination des autres pays a été ramené à \$2,5 milliards.

Du côté européen, les mouvements de capitaux de loin les plus importants se sont produits vers l'Allemagne fédérale, où les entrées de fonds à court terme se sont élevées à \$6,5 milliards en 1970. On estime que les entreprises allemandes ont recueilli directement les deux tiers environ de ce montant, sous forme soit d'emprunts à court terme à l'étranger, soit de modifications dans les termes de paiement, tandis que \$2,2 milliards étaient canalisés par les banques commerciales. Sur le total des entrées de 1970, \$5,3 milliards ont eu lieu pendant la période mai-novembre, au cours de laquelle les taux des dépôts à trois mois sur le marché de l'euro-dollar sont revenus de 8¾ à 7¼%, alors qu'en Allemagne les taux de rendement sur les dépôts de banque à banque atteignaient 9 à 9½%. Pour des raisons saisonnières, l'afflux de capitaux a été faible en janvier 1971, mais il a ensuite repris et s'est accéléré jusqu'à la crise monétaire de mai.

Le Royaume-Uni s'est classé en deuxième position parmi les pays destinataires de fonds étrangers, avec au total \$1,6 milliard pour l'année 1970. Toutefois, sur ce montant, près de \$850 millions correspondent à un renforcement des balances des pays de la zone sterling résultant, à côté des considérations de taux d'intérêt, de l'excédent des paiements de l'ensemble de la zone ainsi que de la garantie de change en dollars accordée aux détenteurs de sterling par le Royaume-Uni dans le cadre du Second Arrangement Collectif de Bâle. La principale composante dans les entrées de fonds au Royaume-Uni qui puisse être attribuée uniquement à des différences entre les taux d'intérêt a été l'accroissement de \$730 millions des engagements nets en devises du

système bancaire, dû essentiellement aux emprunts à court terme en monnaies étrangères des sociétés britanniques. Pour plus de la moitié, ces entrées de devises se sont produites pendant le dernier trimestre de 1970, incitant les autorités britanniques, en janvier 1971, à limiter aux opérations à cinq ans et plus le recours aux crédits étrangers utilisables à l'intérieur du Royaume-Uni. Les entrées de capitaux se sont toutefois poursuivies à une cadence très soutenue pendant le premier trimestre de 1971, en raison de l'existence d'un arriéré d'autorisations d'emprunt à l'étranger et de la perspective d'un fléchissement du loyer de l'argent en Grande-Bretagne.

D'autres pays européens se sont également ressentis de la détente des taux d'intérêt des créances en dollars. Aux Pays-Bas, les entrées de capitaux étrangers à long terme (achats de valeurs néerlandaises pour compte étranger et emprunts contractés à l'étranger par des résidents) ont approximativement doublé en 1970, pour se situer tout juste à un milliard de dollars. Les banques néerlandaises ont, en outre, enregistré un apport de fonds extérieurs à court terme, y compris une progression de plus de \$300 millions des engagements en florins du système bancaire vis-à-vis de l'étranger. Même si ces mouvements sont principalement liés à l'évolution divergente des taux d'intérêt, des raisons de confiance ont également incité les non-résidents à accroître leurs avoirs en florins.

En Italie, les sorties nettes de capitaux, à l'exclusion des variations dans les positions extérieures des banques, ont fléchi de \$3,5 milliards en 1969 à un peu moins de \$0,5 milliard l'année dernière. S'il est vrai que des facteurs autres que les écarts de taux d'intérêt ont joué un rôle important, il faut noter toutefois la progression, de \$0,2 milliard à \$2 milliards, du volume des emprunts contractés par les entreprises italiennes à l'étranger, ainsi que la réduction sensible des sorties de billets de banque.

En Suède, où une politique monétaire fortement restrictive a été appliquée tout au long de l'année 1970, les mouvements de capitaux avec l'étranger se sont soldés par des entrées nettes d'un montant de \$0,4 milliard, contre \$0,1 milliard de sorties nettes un an auparavant. Ce retournement reflétait dans une large mesure des entrées de crédits commerciaux dues au resserrement monétaire intérieur et à la détérioration de la balance commerciale. En ce qui concerne la Suisse, le fléchissement des taux de rendement sur les marchés internationaux par rapport à ceux des valeurs suisses a donné lieu, à partir de la fin de 1970, à un rapatriement de fonds qui avaient été placés sur le marché des euro-monnaies en 1969.

En France et en Belgique, les taux d'intérêt ont suivi plus étroitement que dans les autres pays d'Europe l'évolution des taux du marché des euro-monnaies. Dans le cas de la Belgique, les mouvements de capitaux, après s'être soldés par des entrées nettes en 1969, ont fait apparaître un déficit l'année suivante. Le secteur bancaire a cependant enregistré en 1970 près de \$250 millions d'entrées de fonds, résultant à la fois de la constitution d'avoirs en francs belges par les non-résidents et d'emprunts contractés à l'étranger. En France, en revanche, les entrées de capitaux et les mouvements de fonds bancaires ont grandement contribué en 1970 à l'amélioration de \$1,8 milliard en chiffres nets de la position de réserve. Il est à penser que ces entrées constituent,



dans une très large mesure, un mouvement de « retour à la normale », à long comme à court terme, à la suite du renforcement de la confiance dans le franc. Toutefois, au deuxième trimestre de 1970, période au cours de laquelle les entrées à court terme se sont élevées à \$370 millions, il s'est également produit un recours massif à l'emprunt à court terme à l'étranger par des entreprises françaises désireuses d'échapper à l'encadrement du crédit. En conséquence, les autorités décidèrent, en juillet 1970, de n'autoriser les emprunts en devises contractés par les résidents que si leur durée était égale ou supérieure à un an; cette mesure provoqua un certain nombre de remboursements dans les derniers mois de l'année.

Au Japon, la modification intervenue en 1970 dans le rapport entre les taux d'intérêt pratiqués dans ce pays et ceux des créances en dollars a été à l'origine d'entrées nettes de fonds à court terme d'un montant de \$0,6 milliard, succédant à \$1,2 milliard de sorties nettes enregistrées l'année précédente. Dans le secteur bancaire, les sorties nettes ont fléchi de \$1,5 milliard à \$0,4 milliard d'une année à l'autre tandis que, dans le secteur non bancaire (compte tenu des « Erreurs et omissions »), les entrées nettes sont passées de \$0,3 milliard à tout juste \$1 milliard.

Au Canada, l'évolution exceptionnellement favorable de la balance commerciale, conjuguée avec la détente des taux d'intérêt aux Etats-Unis, est à l'origine de l'important excédent de paiements enregistré de janvier à mai 1970. De plus, une partie du \$1,2 milliard de devises achetées au comptant et à terme par les autorités canadiennes pendant cette période a aussi représenté des entrées de caractère spéculatif. Plus tard dans l'année, à la suite de l'adoption, à la fin de mai, d'un taux de change flottant pour le dollar canadien et de l'alignement des taux d'intérêt à court terme sur les taux pratiqués aux Etats-Unis, des sorties importantes de fonds se sont produites par le canal des banques canadiennes.

Ces mouvements de capitaux ont constitué le prélude de la crise monétaire qui s'est déclenchée début mai. Divers autres facteurs ont toutefois contribué au manque de confiance dans la stabilité de la structure des taux de change. Mais la cause profonde a été, à la fois, le déficit prolongé de paiements des Etats-Unis et l'absence déclarée de tout programme destiné à corriger fondamentalement la situation — à moins que l'on ne considère comme un programme la théorie selon laquelle les autres monnaies devraient s'ajuster au dollar. En outre, de nombreuses discussions ont eu lieu sur la nécessité d'une réforme du système monétaire international grâce à une plus grande flexibilité des taux de change sous une forme telle que les « parités mobiles », l'« élargissement des marges de fluctuation » ou la « libération temporaire » du taux de change des monnaies. Par-dessus tous les propos, le deutsche mark a été effectivement réévalué en octobre 1969, tandis que le dollar canadien flotte depuis fin mai 1970. Il n'est donc pas surprenant que le marché ait réagi sur le champ à toute menace d'un nouvel ajustement.

La crise elle-même a été centrée sur le deutsche mark. Si un volume considérable de fonds étrangers a pénétré en Allemagne fédérale dès le début de 1970, du fait du brusque relèvement des taux d'intérêt allemands, les entrées de devises ont fait un bond au début de 1971, pour s'établir à plus de \$800 millions en février et à plus de

\$900 millions tant en mars qu'en avril. La tension croissante est en outre devenue évidente lorsque la Bundesbank s'est sentie obligée de procéder à des ventes massives de deutsche marks sur le marché à terme.

Les causes immédiates de la crise sont au nombre de deux: en premier lieu, la nouvelle s'est ébruitée qu'un débat s'était ouvert à la Conférence des Ministres de la C.E.E. sur la question d'une plus grande flexibilité des monnaies du Marché Commun par rapport au dollar et, en second lieu, les instituts privés de recherches économiques de la République fédérale se sont publiquement prononcés en faveur de l'adoption d'un taux de change flottant pour le deutsche mark. Le 4 mai, la Bundesbank fut contrainte d'absorber, sur le marché, près d'un milliard de dollars auquel vint s'ajouter un autre milliard le 5 mai dès la première heure de l'ouverture. En présence d'un tel raz de marée, les autorités suspendirent toute intervention et fermèrent le marché. Les autorités d'Autriche, de Belgique, des Pays-Bas et de Suisse suivirent le mouvement et mirent également fin à leurs interventions sur le marché.

A la fin de la semaine, le Conseil des Ministres de la C.E.E., au terme d'une séance qui se poursuivit toute la nuit, tomba d'accord pour reconnaître qu'il n'y avait pas de raison de modifier la parité des monnaies des Etats membres, mais admit que l'adoption de taux de change flottants pouvait se justifier à titre temporaire pour certaines monnaies soumises à une pression intense. L'Allemagne fédérale et les Pays-Bas décidèrent de laisser flotter librement leur monnaie tandis que la Belgique s'en tenait au système du double marché des changes, tout en séparant complètement les deux marchés, de façon à orienter tous les mouvements de capitaux vers le marché libre et à éviter ainsi tout gonflement des réserves résultant d'un afflux éventuel de fonds.

En dehors de la C.E.E., l'Autriche et la Suisse ont réévalué leur monnaie de 5,05 et 7,07% respectivement.

### **L'expansion des réserves globales.**

Sous l'influence des mouvements de capitaux décrits précédemment, conjugués avec le déficit de la balance de base des Etats-Unis et la création des droits de tirage spéciaux, le volume global des réserves officielles a connu une expansion sans précédent en 1970. Les avoirs en or et en devises, augmentés des positions créditrices envers le F.M.I. et des droits de tirage spéciaux, sont passés de \$79,2 milliards à \$93,5 milliards, soit une progression de tout juste 18%. Si l'on exclut les Etats-Unis, où les réserves brutes ont diminué, l'accroissement des moyens de règlement internationaux a encore été plus spectaculaire puisqu'il a atteint \$16,8 milliards, soit 27%. Les autres pays du Groupe des Dix entrent pour \$13 milliards dans ce total (dont Allemagne fédérale: \$6,5 milliards; Canada, France et Japon: plus de \$1 milliard chacun; Pays-Bas et Suisse: \$0,7 milliard chacun).

En dehors du Groupe des Dix, les réserves monétaires ont également enregistré une vive augmentation l'an dernier. Celles des «Autres pays développés», malgré une baisse légèrement inférieure à \$0,4 milliard en Afrique du Sud, ont progressé de

**Variations des réserves monétaires globales.**

Zones et périodes	Encaisses-or	Avoirs en devises	Positions créditrices envers le F.M.I.	D. T. S.	Total
en millions de dollars E.U.					
<b>Ensemble des pays</b>					
1968 . . . . .	— 570	+ 2.795	+ 740	—	+ 2.965
1969 . . . . .	+ 195	+ 235	+ 240	—	+ 670
1970 . . . . .	— 1.950	+ 12.170	+ 970	+ 3.125	+ 14.315
<b>Groupe des Dix</b>					
1968 . . . . .	— 2.060	+ 2.185	+ 465	—	+ 590
1969 . . . . .	+ 310	— 1.660	+ 135	—	— 1.215
1970 . . . . .	— 975	+ 8.595	+ 540	+ 2.335	+ 10.495
<b>Autres pays développés</b>					
1968 . . . . .	+ 965	+ 130	+ 180	—	+ 1.275
1969 . . . . .	— 145	+ 485	+ 85	—	+ 425
1970 . . . . .	— 805	+ 1.680	+ 60	+ 305	+ 1.240
<b>Pays en voie de développement</b>					
1968 . . . . .	+ 525	+ 480	+ 95	—	+ 1.100
1969 . . . . .	+ 30	+ 1.410	+ 20	—	+ 1.460
1970 . . . . .	— 170	+ 1.895	+ 370	+ 485	+ 2.580
<b>Ensemble des pays (à l'exclusion des Etats-Unis)</b>					
1968 . . . . .	+ 605	+ 1.610	— 130	—	+ 2.085
1969 . . . . .	— 775	+ 985	— 795	—	— 585
1970 . . . . .	— 1.165	+ 14.320	+ 1.360	+ 2.275	+ 16.790
<b>Groupe des Dix (à l'exclusion des Etats-Unis)</b>					
1968 . . . . .	— 985	+ 1.000	— 405	—	— 290
1969 . . . . .	— 660	— 910	— 900	—	— 2.470
1970 . . . . .	— 190	+ 10.745	+ 930	+ 1.485	+ 12.970
<b>Etats-Unis</b>					
1968 . . . . .	— 1.175	+ 1.185	+ 870	—	+ 880
1969 . . . . .	+ 970	— 750	+ 1.035	—	+ 1.255
1970 . . . . .	— 785	— 2.150	— 390	+ 850	— 2.475

plus de \$1,2 milliard. Les réserves des pays en voie de développement (principalement ceux d'Amérique latine et d'Afrique) se sont accrues du montant sans précédent de \$2,6 milliards.

Mis à part l'accroissement en volume, la composition des réserves s'est profondément modifiée. Tout d'abord, il a été procédé en 1970 à une première allocation de droits de tirage spéciaux; en second lieu, par suite principalement de transferts nets d'or opérés au profit du F.M.I., les réserves métalliques des différents pays ont fléchi de \$1,9 milliard; en troisième lieu, les positions de réserve à l'égard du Fonds Monétaire se sont améliorées de \$1 milliard, compensant partiellement le recul des encaisses-or des pays membres. Enfin et surtout, l'année écoulée a été marquée par une croissance extrêmement vigoureuse des réserves brutes en devises, qui ont progressé de \$12,2 milliards au total, et de \$14,3 milliards si l'on exclut les Etats-Unis, ce qui représente un taux d'augmentation de 47%. La part des devises de l'ensemble

des pays, Etats-Unis mis à part, dans le montant total des réserves, est passée de 49 à 57%, tandis que leurs encaisses-or ne représentent plus que 33%, contre 44% l'année précédente.

Outre la forte progression du volume global des réserves de change, la France et le Royaume-Uni ont eu l'an dernier des recettes en devises qu'elles ont utilisées pour rembourser \$3,9 milliards de dettes contractées envers des banques centrales étrangères – respectivement \$1 milliard et \$2,8 milliards. L'incidence statistique de ces opérations sur les réserves globales de change a été supérieure au montant remboursé au titre de l'aide étrangère, étant donné que les remboursements effectués au profit des Etats-Unis, contrairement aux opérations de désendettement à l'égard d'autres pays, entraînent une réduction des réserves dans le pays créancier comme dans le pays débiteur. Comme le fléchissement de \$2,1 milliards des avoirs officiels de change des Etats-Unis a, l'an dernier, résulté pour la quasi-totalité des remboursements des concours extérieurs accordés au Royaume-Uni et à la France, l'effet global sur les réserves de ce désendettement, tant à l'égard des Etats-Unis que d'autres pays, peut être évalué à \$6 milliards. En conséquence, et abstraction faite du dénouement de transactions spéciales de crédit conclues au cours des années précédentes, il est permis de penser que, toutes choses étant égales par ailleurs, les réserves globales de change ont enregistré une progression de \$18 milliards en 1970.

Etant donné que les facilités octroyées par les banques centrales au Royaume-Uni et à la France revêtaient principalement la forme de swaps de livres sterling ou de francs français contre d'autres monnaies, les remboursements opérés l'an dernier ont donné lieu à une forte réduction des avoirs officiels en ces deux devises. Le volume global des réserves en livres, malgré une progression d'environ \$0,4 milliard des actifs détenus par les autorités monétaires de la zone sterling, a régressé à concurrence de \$2 milliards et les réserves en francs français ont baissé de quelque \$1 milliard en 1970. Les avoirs officiels en deutsche marks se sont accrus, en revanche, d'environ \$1 milliard en 1970. Si l'on admet qu'aucun autre changement notable n'est intervenu dans les réserves officielles en devises autres que le dollar E.U., on constate que le volume global des réserves de change non en dollars a donc fléchi d'environ \$2 milliards en 1970. Le gonflement des réserves en dollars a, de ce fait, été plus marqué que l'accroissement de l'ensemble des avoirs officiels de change en toutes devises et il a atteint \$14,2 milliards. Les avoirs officiels en dollars détenus aux Etats-Unis par les divers pays se sont renforcés de \$7,8 milliards; les dépôts de dollars de banque centrale à banque centrale, conservés en dehors des Etats-Unis, ont décliné de plusieurs centaines de millions de dollars, sous l'influence des remboursements par le Royaume-Uni et la France de l'assistance reçue; enfin, les avoirs officiels, directs et indirects, de dollars sur le marché des euro-monnaies ont apparemment progressé de \$7 milliards.

Pour apprécier la signification de cet important courant de dollars, il convient de se rappeler qu'en 1970 les Etats-Unis devaient financer non seulement le déficit fondamental de la balance des paiements, mais également des sorties considérables de capitaux à court terme reflétant le remboursement, par les banques américaines, des emprunts contractés l'année précédente sur le marché de l'euro-dollar. En 1970, par conséquent, la position de réserve des Etats-Unis a en fait été grevée de la charge du

financement du déficit de base des années 1969 et 1970, de même que du renversement de l'excédent quelque peu artificiel dégagé par la balance des paiements sur la base des règlements officiels en 1969.

Mis à part le déficit extérieur des Etats-Unis, la croissance du volume global de réserves en dollars a également été influencée, l'an dernier, par le développement des placements d'avoirs officiels en devises sur le marché des euro-monnaies. Une fois placés, ces fonds ont fréquemment été empruntés par des résidents de pays dans lesquels était appliquée une politique monétaire restrictive, pour être convertis en monnaie nationale par l'intermédiaire de la banque centrale. En conséquence, ils figuraient non seulement dans les réserves des instituts d'émission qui les avaient fournis au marché, mais également dans celles des banques centrales qui les avaient acquis. Certes, ce mécanisme a probablement revêtu une grande ampleur l'année dernière, mais il fallait s'attendre à ce que les écarts prononcés entre les taux d'intérêt provoquent de toute façon de puissants flux de fonds à travers le marché de l'euro-dollar, comme cela s'est produit en 1969, lorsque l'attraction s'exerçait en direction des U.S.A.

La forte progression, l'an dernier, des réserves monétaires en dollars s'explique ainsi pour l'essentiel par une concentration exceptionnelle, sur une année, d'un déficit des paiements des Etats-Unis qui, normalement, aurait été réparti plus uniformément sur les deux années 1969 et 1970. Au demeurant, la persistance d'un important déséquilibre fondamental de la balance américaine des paiements se traduit inévitablement par un accroissement élevé des réserves en dollars, même dans des circonstances normales. L'un des objectifs poursuivis par l'introduction des D.T.S. dans le système monétaire était de parvenir à une progression appropriée des réserves globales sur une longue période en réduisant la dépendance du système envers le dollar. Or, la mise en œuvre des D.T.S. a simplement créé les conditions requises pour permettre d'atteindre cet objectif; qu'il soit effectivement atteint dépendra en fait de la réduction des déséquilibres actuels de paiements par le jeu du processus d'ajustement à l'échelle internationale.

### **Etats-Unis.**

Les tendances récessionnistes qui sont apparues dans l'économie américaine au second semestre de 1969 persistaient encore au printemps de 1971. Le plafonnement de la production et la montée du chômage n'ont agi qu'avec une lenteur décevante sur le mouvement inflationniste, vu l'ampleur des revendications de salaires que les syndicats continuaient à présenter.

A la fin de 1969, les restrictions monétaires et budgétaires, appliquées au cours des douze mois précédents, paraissaient de toute évidence avoir mis un terme à la longue période d'expansion. Bien que le taux de chômage se situât toujours en dessous de 4% en janvier 1970, la production industrielle avait fléchi de 2% par rapport à son niveau le plus élevé et le produit national brut en volume s'inscrivait également en recul.

Dans ces conditions, un certain assouplissement des contraintes exercées sur la demande s'imposait. L'excédent du budget fédéral était déjà en voie de disparition,

en raison principalement de l'accélération des décaissements au titre des prestations de sécurité sociale et de la réduction de moitié, à partir du 1er janvier 1970, de la surtaxe de 10% sur le revenu. Cependant, par suite de la décision prise par les autorités de comprimer les achats de biens et de services dans le cadre de la réduction des dépenses militaires, il ne fallait guère s'attendre à voir le budget fournir un stimulant marqué à la demande globale. Aussi les autorités ont-elles abandonné leur politique monétaire rigoureuse pour s'orienter vers un léger assouplissement. Les banques ont vu s'élargir leurs possibilités d'approvisionnement en réserves liquides et la masse monétaire (monnaie en circulation plus dépôts à vue), qui était restée pratiquement stable au second semestre de 1969, a pu se développer progressivement pour atteindre un taux de croissance annuel d'environ 5½%. Enfin, les plafonds appliqués aux taux d'intérêt créditeurs dans le cadre de la Réglementation Q ont été relevés pour permettre aux banques de se procurer à nouveau des ressources sous forme de dépôts à terme.

Les taux d'intérêt à court terme ont fléchi d'environ un point de janvier à avril. En revanche, les taux à long terme ont continué à faire preuve de fermeté sous l'impulsion de la forte demande de fonds, les sociétés industrielles et commerciales cherchant à consolider leur endettement à court terme contracté en 1969 et à reconstituer leur trésorerie en présence d'une progression des coûts de production et d'un rétrécissement de leurs marges bénéficiaires. Au surplus, le déficit du budget fédéral s'étant considérablement élargi pour atteindre un rythme annuel de \$14,2 milliards (sur la base des comptes de la Nation), le gouvernement fédéral a été contraint, au deuxième trimestre, de recourir massivement à l'emprunt. Une atmosphère de crainte s'est emparée peu à peu des marchés financiers pour s'intensifier au début de mai, lors de l'entrée des troupes américaines au Cambodge. Le taux de rendement des obligations privées de première catégorie (dites obligations «A.A.A.») a dépassé 8½% et celui des fonds d'Etat à long terme a été porté à plus de 7%, tandis que les cours des actions tombaient à leur niveau le plus bas noté depuis sept ans.

Puis, le 19 juin, s'est répandue la nouvelle de l'insolvabilité de la «Penn Central Transportation Company», classée au sixième rang des sociétés américaines. Comme cette société était dans l'impossibilité de rembourser quelque \$82 millions de «papier commercial», la Réserve Fédérale intervint rapidement en vue de prévenir une crise de confiance du système financier tout entier. Il fut décidé d'élargir les disponibilités et les facilités d'escompte du système bancaire, et de suspendre le plafonnement des taux d'intérêt créditeurs fixés par la Réglementation Q sur les certificats de dépôt d'un montant élevé assortis d'une échéance de 30 à 89 jours, de façon à permettre aux banques de participer activement à la satisfaction des besoins supplémentaires de crédit.

Par la suite, un climat plus calme s'est de nouveau instauré sur les marchés monétaire et financier. Les taux d'intérêt à court terme ont repris leur mouvement de recul, tandis que les taux des emprunts à long terme des entreprises, ainsi que des Etats et des collectivités locales, se maintenaient toujours à des niveaux records. La désescalade des taux s'est intensifiée en automne, les entreprises ayant affecté une fraction du produit des émissions d'obligations au remboursement des prêts bancaires. Entre le début du mois de septembre 1970 et la fin mars 1971, le taux débiteur de base des banques («prime rate») a été abaissé, en neuf étapes, de 8 à 5¼%; de son côté, la

Réserve Fédérale a réduit à cinq reprises le taux d'escompte, le ramenant de 6 à 4¼%. Les taux à long terme s'inscrivirent également en recul et, à la fin mars, le taux de rendement s'établissait à 7¼% environ pour les obligations de premier ordre et à environ 5¼% pour les effets publics à long terme.

La détente sur le marché monétaire a exercé une incidence assez limitée sur la demande globale. Ses effets ont été surtout sensibles dans le secteur de la construction de logements, dans lequel le ralentissement de l'activité a pu être enrayé au deuxième trimestre pour faire place à une reprise, durant l'automne, grâce aux facilités accrues offertes par le marché hypothécaire. Les investissements des entreprises ont cependant continué de régresser par rapport aux niveaux élevés notés à la fin de 1969 et les dépenses de consommation des particuliers sont demeurées stationnaires en volume, à partir de la fin du deuxième trimestre de 1970, en dépit de l'abolition, le 1er juillet, du reliquat de 5% de la taxe complémentaire sur les revenus. Les encours de crédit à la consommation ne se sont développés qu'à concurrence de 3½% pendant la période de douze mois se terminant en janvier 1971, ce qui constitue l'accroissement le plus faible enregistré depuis près de dix années, et le pourcentage de l'épargne par rapport aux revenus disponibles a vigoureusement progressé pour s'établir à 7½%.

Dans l'ensemble, le produit national brut en volume a fluctué autour d'un même niveau en 1970. La conjoncture s'est ressentie d'un recul de la production, consécutif à la grève qui a paralysé la General Motors pendant l'automne, mais la reprise générale de l'activité qui s'ensuivit au cours des premiers mois de 1971 a été fort modeste. L'économie disposait alors d'une marge importante de capacités inutilisées et le taux de chômage, en progression constante, s'établit à 6% en décembre 1970 pour se maintenir autour de ce niveau au cours des premiers mois de 1971.

L'augmentation du chômage n'a guère eu de répercussions sensibles sur les conventions collectives, qui sont demeurées nettement inflationnistes. Les rémunérations du travail (salaires et avantages complémentaires) par heure et par ouvrier ont augmenté de près de 7% en 1970 par rapport à l'année précédente alors que, selon les mêmes critères, la production s'est améliorée de 1½% seulement. Tout au début de 1970, l'Administration a tenté d'ajourner le relèvement prévu des traitements des fonctionnaires, mais la tentative a tourné court lorsque le ressentiment soulevé par cette décision auprès des postiers déboucha sur une grève spontanée et illégale pendant la deuxième quinzaine de mars. Il en est résulté un relèvement général — le second en l'espace de douze mois — de 6% du barème des traitements de la fonction publique. En novembre, l'accord signé pour trois ans et mettant fin à la grève à la General Motors a accordé aux employés de la firme une majoration de 12½% des rémunérations pendant la première année et de 3% (plus compensation pour toute hausse de l'indice du coût de la vie) pendant chacune des deux années suivantes. Des conventions analogues ont été conclues dans d'autres branches de l'industrie. Compte tenu des avantages considérables qui y sont stipulés dès l'abord, il est permis d'espérer que la poussée des salaires s'atténuera lorsque les négociations actuellement en cours dans l'industrie sidérurgique auront été menées à terme.

Le refus manifesté ouvertement par l'Administration de s'engager dans la voie d'une politique des revenus, voire d'un contrôle des prix, n'est sans doute pas étranger

à la persistance d'une vigoureuse inflation salariale dans une économie en état de récession. Lorsqu'il est devenu évident que l'aggravation du chômage n'entraînait pas de réduction de l'ampleur des hausses de rémunérations, l'Administration s'est timidement acheminée vers l'adoption d'une politique des salaires et des prix. En juin 1970, le Président annonça la création d'une « Commission d'examen des réglementations et achats » chargée de réviser les initiatives gouvernementales susceptibles de contribuer à l'inflation. Diverses actions ont été entreprises depuis lors en vue de limiter le renchérissement des produits pétroliers, grâce à une libéralisation des importations en provenance du Canada et à une augmentation de la production dans les concessions accordées par les autorités fédérales au large des côtes américaines.

Des mesures plus énergiques furent cependant adoptées à l'adresse de l'industrie du bâtiment, où les salaires ont littéralement « explosé », puisque des gains de près de 20% ont été stipulés dans les nouveaux contrats pour la première année, malgré la présence d'un nombre considérable de chômeurs. En février 1971, le Président a suspendu l'application du « Davis-Bacon Act » en vertu duquel les entrepreneurs chargés de la réalisation de projets fédéraux de construction ou bénéficiant de l'aide fédérale – soit environ un tiers de l'activité totale du bâtiment aux Etats-Unis – étaient tenus d'appliquer les barèmes de salaires fixés par le syndicat local. Un mois plus tard, cette réglementation a été remplacée par un système de directives officielles en matière de salaires et de prix pour le secteur du bâtiment. Les relèvements de salaires doivent être soumis aux Chambres de Métiers, composées de représentants des syndicats et du patronat, qui les examineront à la lumière des critères établis par la commission fédérale, ces critères étant fixés essentiellement sur la base de l'évolution de la productivité et des variations de l'indice du coût de la vie.

En élaborant le projet de loi de finances pour l'exercice 1971-72, l'Administration s'est efforcée d'assurer une relance de l'activité économique suffisamment forte pour réduire la marge des ressources disponibles tout en évitant de ranimer la pression de la demande qui n'aurait fait qu'aggraver le processus inflationniste. Selon les prévisions, on devrait assister à une forte reprise des dépenses de consommation, étant donné notamment la fraction élevée des revenus épargnés en 1970-71, et la reprise de la Bourse depuis l'automne. Si les perspectives d'investissement dans le secteur industriel ne sont guère encourageantes, les prévisions de dépense des Etats et des collectivités locales, dans le domaine de la construction de logements, sont nettement orientées à la hausse. Dans ces conditions, le budget n'est pas conçu de façon à fournir une très forte impulsion à l'activité. Les dépenses doivent progresser, en prix courants, de 8%, principalement du fait de la majoration des transferts sociaux. Comme on table sur une croissance de 9% du produit national brut aux prix du marché et de 4½% en volume entre 1970 et 1971, le déficit budgétaire de l'exercice 1971-72 a été évalué à \$11,6 milliards, contre \$18,6 milliards, chiffre révisé, pour l'exercice 1970-71.

Le tassement de l'activité économique, conjugué avec la persistance d'une pression sur les ressources dans les autres pays industriels, est à l'origine de l'amélioration de la balance commerciale des Etats-Unis, dont l'excédent est passé de \$600 millions en 1968-69 à \$2,2 milliards en 1970. Le surplus des transactions courantes s'est



accru dans les mêmes proportions. Rapportée à l'évolution du cycle conjoncturel, cette amélioration présente un caractère limité, étant donné surtout que les exportations ont été gonflées par le développement des ventes de produits agricoles et de celles d'avions géants à turboréacteurs. En revanche, les deux tiers de l'accroissement des importations ont été dus à la hausse des prix et les Etats-Unis ont, en 1970, enregistré une détérioration de 2½% des termes de l'échange. Cette aggravation est la conséquence, en partie, d'une accélération du rythme d'accroissement des charges salariales par unité produite dans les autres pays industriels, ce qui permet de penser que la position concurrentielle des Etats-Unis s'est quelque peu redressée après la dégradation notée à la fin de la dernière décennie.

L'évolution favorable des transactions courantes en 1970 a été annulée par le renversement des mouvements de capitaux, l'assouplissement de la politique monétaire ayant amené les banques américaines à rembourser les montants considérables qu'elles avaient empruntés sur le marché de l'euro-dollar l'année précédente. En outre, les acquisitions d'actions américaines par des non-résidents ont également été moins importantes en 1970, tandis que les entreprises des Etats-Unis ont accru leurs investissements directs à l'étranger. Aussi la balance des paiements établie sur la

**Etats-Unis: Balance des paiements<sup>1</sup>.**

Postes	1968	1969	1970
	en milliards de dollars E.U.		
<b>Balance des biens et services . . . . .</b>	<b>2,5</b>	<b>1,9</b>	<b>3,7</b>
Exportations nettes de biens et de services . .	5,6	5,2	7,0
Dépenses militaires nettes . . . . .	- 3,1	- 3,3	- 3,3
<b>Prestations sans contrepartie . . . . .</b>	<b>- 4,1</b>	<b>- 3,7</b>	<b>- 3,6</b>
Dons et transferts du gouvernement américain <sup>2</sup> .	- 3,4	- 2,9	- 2,7
Transferts privés . . . . .	- 0,7	- 0,8	- 0,9
<b>Total I . . . . .</b>	<b>- 1,6</b>	<b>- 1,8</b>	<b>0,1</b>
<b>Exportations de capitaux américains . .</b>	<b>- 6,4</b>	<b>- 6,5</b>	<b>- 7,4</b>
Officiels . . . . .	- 1,0	- 1,3	- 1,1
Privés . . . . .	- 5,4	- 5,2	- 6,3
<b>Erreurs et omissions<sup>3</sup> . . . . .</b>	<b>- 0,5</b>	<b>- 2,8</b>	<b>- 1,3</b>
<b>Total II . . . . .</b>	<b>- 6,9</b>	<b>- 9,3</b>	<b>- 8,7</b>
<b>Total général . . . . .</b>	<b>- 8,5</b>	<b>- 11,1</b>	<b>- 8,6</b>
<b>Financement assuré par:</b>			
<b>Capitaux étrangers (entrées + ) . . . . .</b>	<b>9,4</b>	<b>12,3</b>	<b>5,2</b>
Privés . . . . .	6,3	4,9	4,5
Bancaires . . . . .	2,6	7,7	0,8
Banques commerciales . . . . .	3,4	9,2	- 6,5
Organismes officiels étrangers . . . . .	- 0,8	- 1,5	7,3
Autres capitaux étrangers . . . . .	0,5	- 0,3	- 0,1
<b>Réserves officielles (accroissement -) . . . . .</b>	<b>- 0,9</b>	<b>- 1,2</b>	<b>3,4<sup>4</sup></b>

<sup>1</sup> Présentation proposée par le professeur Robert Triffin. <sup>2</sup> Y compris dons et crédits de l'Etat remboursables en devises. <sup>3</sup> On considère que le poste «Erreurs et omissions» comprend essentiellement les exportations de capitaux américains en direction du marché de l'euro-dollar. <sup>4</sup> A l'exclusion de l'allocation initiale de D.T.S. de \$867 millions en 1970.

base des règlements officiels, qui avait dégagé un excédent de \$2,7 milliards en 1969, s'est-elle soldée par un déficit considérable de \$10,7 milliards en 1970, pour faire ressortir une détérioration proportionnellement plus forte encore au premier trimestre de 1971.

Le tableau de la page précédente retrace les modifications intervenues dans le financement du déficit au titre de la balance des transactions courantes et des exportations de capitaux. Tout en étant sensiblement plus important qu'avant 1968, ce déficit a relativement peu varié au cours des trois dernières années, mais son financement s'est radicalement modifié d'une année sur l'autre. En 1968, le principal élément compensateur était constitué par les entrées de capitaux pour le compte de particuliers du secteur non bancaire, les non-résidents ayant procédé à des achats de valeurs américaines à revenu variable et d'obligations émises à l'étranger par des sociétés américaines. En 1969, le financement du déficit s'est opéré surtout par l'intermédiaire des banques, le resserrement du crédit aux Etats-Unis ayant attiré un volume considérable de capitaux via le marché de l'euro-dollar. Enfin, en 1970, des sorties liées à l'assouplissement de la politique monétaire américaine s'ajoutant au déficit fondamental de la balance des paiements, des banques centrales étrangères ont eu l'obligeance d'éponger l'offre excédentaire de dollars sur les marchés des changes.

Dans le cadre de son action menée pour limiter les sorties de capitaux, le Federal Reserve Board a annoncé, à la fin novembre 1970, un durcissement de la réglementation des réserves obligatoires à l'égard de toute augmentation future des emprunts en euro-dollars, dans le cas où les banques viendraient à réduire leurs engagements en euro-monnaies en deçà du précédent minimum constituant la base exempte de l'obligation de réserves. Cependant, les banques ont évidemment estimé que le maintien de leurs engagements en euro-monnaies était trop onéreux, de sorte que le mouvement de fonds s'est poursuivi, et même accéléré. Alors, en vue d'éponger partiellement ces sorties de capitaux, les autorités décidèrent de mettre à la disposition des filiales étrangères des banques américaines des billets spéciaux à court terme à des taux sensiblement comparables à ceux de l'euro-marché. De janvier à avril 1971, elles ont procédé au total à l'émission de près de \$3 milliards de ces titres.

Mis à part les moyens techniques destinés à freiner les sorties de capitaux, l'Administration américaine ne disposait d'aucun plan d'ensemble pour s'attaquer au déficit de la balance des paiements. Le Comité des conseillers économiques du Président a déclaré, dans son rapport annuel, qu'une action unilatérale des Etats-Unis ne pouvait permettre d'éliminer le déficit aussi longtemps que les autres pays persisteraient à dégager des excédents supérieurs au montant de leurs allocations de D.T.S. Cette attitude semble fort éloignée de l'esprit – et de la lettre – du système mis en place par les Accords de Bretton Woods, et que les D.T.S. sont censés préserver.

#### **Allemagne fédérale.**

Depuis le printemps de 1970, le rythme intense d'activité économique qu'enregistrait l'Allemagne occidentale s'est ralenti, mais l'inflation des salaires et des prix a continué à une allure inquiétante. La demande étrangère a fléchi à la fin de 1969,

comme conséquence immédiate de la réévaluation d'octobre. Sous l'influence des niveaux records du coût du crédit, les investissements, qui avaient monté en flèche pendant près de trois ans, ont été le premier élément de la demande interne à décroître. Cette évolution s'est produite en présence d'une forte progression des charges salariales et d'une compression considérable des marges bénéficiaires. Des mesures restrictives de caractère budgétaire n'ont pas empêché une détérioration des budgets des administrations publiques.

En ce qui concerne les répercussions de la réévaluation, on a pu constater une réduction presque immédiate des commandes en provenance de l'étranger due, en partie, au contrecoup de la précédente vague d'achats de précaution. Au début de 1970, toutefois, la demande d'origine étrangère a amorcé une légère reprise. Calculé en termes réels et d'après les données de la comptabilité nationale, le taux de croissance des exportations, y compris les opérations invisibles, est revenu de 12,6% en 1969 à 9% en 1970. Dans leur ensemble, les importations ont de nouveau augmenté à un rythme légèrement supérieur à 16%. En conséquence, l'excédent du total des exportations sur celui des importations a été ramené en 1970 à 1,4% du produit national brut, contre un pourcentage compris entre 3,8 et 3% pendant les années 1967 à 1969. L'excédent de la balance des opérations courantes (compte tenu d'une progression de DM 0,9 milliard des prestations sans contrepartie) a fléchi de DM 6,2 milliards à DM 2,4 milliards. L'ajustement a porté essentiellement sur les transactions invisibles. Le fait que l'excédent de la balance commerciale, calculé sur la base f.o.b., a en fait légèrement augmenté, pour atteindre DM 21,1 milliards, s'explique par l'incidence de la réévaluation sur les termes de l'échange, ainsi que par la détente de la conjoncture, qui ont provoqué un recul particulièrement marqué des importations de matières premières et de produits semi-finis.

Les commandes intérieures de biens d'équipement ont commencé à fléchir au début de 1970. Les entreprises allemandes se sont trouvées contraintes de payer plus de 10% pour se procurer du crédit, alors que leurs possibilités d'autofinancement avaient diminué. A partir du deuxième semestre, il est possible que la suspension, pour une durée de sept mois, du barème dégressif des provisions d'amortissement ait freiné les investissements. Dans l'ensemble, les investissements bruts en biens d'équipement ont progressé, en termes réels, de plus de 15% en 1970 — taux bien inférieur aux 22,6% enregistrés en 1969. Compte tenu de l'activité de la construction, les investissements en capital fixe se sont accrus dans l'ensemble de 10,7% en 1970, contre 12,1% l'année précédente. Le changement d'état d'esprit des milieux d'affaires s'est également traduit par un ralentissement dans la constitution des stocks. Sous la pression des hausses des salaires et traitements, la consommation des ménages a augmenté de 7,3% en termes réels, constituant ainsi l'un des principaux soutiens de la demande globale. Quant à la consommation publique, son accroissement a été fort modeste en volume (2,9%), mais n'a pas été inférieur à 12,8% en termes nominaux.

Du côté de l'offre, la production industrielle a marqué un progrès de 6,1% pour l'ensemble de l'année, mais elle a plafonné à partir du second trimestre. Une légère détente s'est produite sur le marché du travail, et le rapport entre les offres d'emploi non satisfaites et l'effectif des chômeurs a fléchi, après correction des variations

Origine et utilisation des ressources.

Pays	Années	Origine des demandes					Ressources		
		Consommation		Formation Intérieure brute de capital fixe			Exportations de biens et de services	Importations de biens et de services	Produit national brut
		Particuliers	Administrations publiques	Total	Installations et équipements	Logement			
variations de volume, en pourcentage									
Allemagne fédérale	1968	4,0	0,0	8,0	10,7	— 0,4	13,0	14,6	7,2
	1969	8,0	4,2	12,1	15,7	— 0,2	12,6	16,7	8,1
	1970	7,3	2,9	10,7	12,7	2,8	9,0	16,1	4,9
Autriche . . . . .	1968	3,8	3,2	1,9	2,4	— 0,5	10,2	7,2	4,6
	1969	3,3	3,5	4,3	4,8	2,0	16,5	8,9	6,2
	1970	5,8	3,0	10,5	11,0	7,5	15,5	15,4	7,1
Belgique . . . . .	1968	5,7	4,0	— 2,2	— 1,3	— 4,9	11,8	13,2	3,6
	1969	5,5	7,5	7,1	8,9	1,2	15,6	15,8	6,5
	1970	5,3	5,1	9,8	12,0	3,4	10,9	10,3	5,5
Canada . . . . .	1968	4,5	3,8	— 0,1	— 2,9	13,5	12,1	9,4	4,9
	1969	5,6	3,2	4,5	2,7	12,1	7,6	11,1	5,1
	1970	2,0	9,6	1,1	4,2	— 10,7	9,9	— 0,0	3,3
Danemark . . . . .	1968	0,9	4,3	— 0,5	1,9	— 9,5	9,0	4,7	3,7
	1969	8,6	7,8	16,1	14,1	25,0	9,1	14,6	7,7
	1970	5,5	5,4	4,8	.	.	5,4	6,5	3,7
Espagne . . . . .	1968	4,2	4,1	2,7	1,6	8,3	22,1	6,4	5,7
	1969	6,6	2,9	13,9	14,6	10,5	13,8	16,4	7,4
	1970	5,0	3,2	24,1	.	.	24,1	9,8	6,6
Etats-Unis . . . . .	1968	5,2	6,3	5,1	3,1	13,9	8,6	16,4	4,7
	1969	3,4	0,5	3,4	4,1	0,8	6,1	7,6	2,8
	1970	2,0	— 3,8	— 4,4	— 2,6	— 11,7	7,4	3,1	— 0,4
Finlande . . . . .	1968	— 0,2	5,9	— 3,6	— 3,9	— 2,7	11,6	— 2,1	2,3
	1969	9,3	5,0	11,1	10,6	12,6	17,6	22,5	9,9
	1970	6,1	6,3	11,7	10,0	17,5	8,3	18,1	7,3
France . . . . .	1968	5,6	5,6	6,6	7,0	5,4	10,3	12,8	4,8
	1969	7,2	3,6	10,1	10,1	10,0	14,9	18,2	7,9
	1970	4,2	2,0	7,3	7,1	7,9	14,1	6,5	5,8
Italie . . . . .	1968	4,7	4,1	7,7	6,6	10,3	15,4	7,5	6,0
	1969	6,3	3,3	8,0	5,1	14,8	13,8	20,6	5,9
	1970	8,0	3,2	3,8	8,4	— 6,1	6,0	17,2	5,1
Japon . . . . .	1968	9,5	6,9	22,1	23,2	17,5	22,5	12,8	14,4
	1969	9,5	5,9	17,5	18,2	14,8	20,0	14,4	12,1
	1970	7,9	4,8	14,4	14,7	13,0	16,2	20,8	11,5
Norvège . . . . .	1968	3,9	4,6	— 9,3	— 11,9	6,1	10,9	0,0	4,0
	1969	7,8	6,5	— 3,9	— 5,4	4,0	6,7	5,4	5,5
	1970	2,0	3,8	15,6	17,2	7,8	1,5	13,1	2,9
Pays-Bas . . . . .	1968	5,9	1,2	11,6	12,3	8,8	12,3	13,2	6,7
	1969	4,0	1,7	0,6	2,1	— 3,8	15,6	14,5	5,1
	1970	7,5	4,0	7,5	9,0	1,0	12,5	14,5	6,0
Royaume-Uni . . . . .	1968	2,3	0,3	5,5	5,7	5,0	10,7	7,9	3,2
	1969	0,4	— 1,0	— 2,7	— 0,8	— 10,1	9,8	3,0	1,9
	1970	2,9	1,5	1,4	4,0	— 9,9	4,6	6,0	2,0
Suède . . . . .	1968	4,5	5,7	— 0,3	— 0,7	1,3	8,8	8,7	4,0
	1969	4,5	5,4	3,7	3,7	3,5	12,8	13,9	5,7
	1970	3,5	5,3	0,8	2,5	— 5,0	7,6	10,0	4,4
Suisse . . . . .	1968	3,2	0,8	4,3	4,4	3,9	10,8	8,1	4,2
	1969	4,9	4,9	7,8	6,9	11,1	12,9	13,0	5,9
	1970	5,1	4,1	8,8	8,0	11,5	7,4	13,3	4,3

saisonniers, de 5,9 au second trimestre à 4,9 au cours des trois derniers mois de 1970. Le taux de croissance du produit national brut, en termes réels, est retombé de 8,1% en 1969 à 4,9% en 1970.

La cadence à laquelle s'est développée l'inflation est indiquée par la progression de 7,4% en 1970, contre 3,5% l'année précédente, de l'indice des prix dérivé du P.N.B. En ce qui concerne les composantes de cet indice, la construction et la consommation publique ont enregistré des hausses de prix de 16% et de 9,6% respectivement. Le coût des biens d'équipement a monté de 6,2% et les prix à la consommation de 3,8%. Bien que la productivité dans l'industrie ait marqué le pas tout au long de l'année 1970, les salaires horaires ont augmenté de 18,5%, après avoir progressé de 10,7% un an auparavant.

La politique économique allemande a cherché jusqu'à présent à s'attaquer à l'inflation des prix en restreignant aussi bien la demande étrangère que celle de l'économie interne. La situation budgétaire des collectivités publiques (à l'exclusion des organismes de sécurité sociale) avait été relativement restrictive en 1969, mais cette orientation a été moins marquée en 1970. Compte tenu de la surtaxe temporaire, l'excédent global de trésorerie a fait place à un déficit de DM 4,5 milliards, ce qui représente un renversement de position de quelque DM 7 milliards. Du fait de la diminution des recettes fiscales consécutive au resserrement des marges bénéficiaires, le gouvernement fédéral a enregistré, à lui seul, un déficit budgétaire de DM 560 millions, contre un excédent de DM 1,7 milliard en 1969. La demande globale a toutefois été modérée à partir de juillet 1970 par le changement des barèmes d'amortissement et par la surtaxe temporaire de 10% sur les impôts frappant les bénéfices des sociétés et les revenus des particuliers. Le produit de cette surtaxe s'élevait, à la fin de 1970, à DM 2,2 milliards, qui ont été déposés auprès de la Bundesbank; il doit être remboursé au plus tard en mars 1973. De plus, le gouvernement fédéral et ceux des Länder ont stérilisé, au total, DM 2,5 milliards qui ont été versés à un fonds de stabilisation de la conjoncture.

En relevant le taux de l'escompte à 7½% et celui des avances lombard à 9½% en mars 1970, la Bundesbank a renchéri le crédit à l'économie interne, mais cette mesure a déclenché des entrées de fonds. En juillet, à la suite des nouvelles mesures budgétaires, et du fait que les taux d'intérêt baissaient sur les autres grandes places, la banque centrale a réduit ses taux d'un demi-point mais, entre-temps, l'afflux de capitaux avait commencé à s'accélérer. Pour aider à neutraliser ces nouveaux apports de liquidités, les autorités ont eu essentiellement recours au relèvement des coefficients de réserves minimums. Vers la fin de l'année, la Bundesbank s'est refusée à neutraliser un volume de capitaux étrangers aussi important que précédemment et, en novembre et en décembre, elle a abaissé le taux de l'escompte à 6% en deux étapes et celui des avances aux banques à 7½%. Les autorités ont estimé que ces mesures, bien qu'ayant encore pour premier objectif de décourager les entrées de capitaux, étaient cohérentes avec la légère atténuation de la pression de la demande intérieure. En raison toutefois de l'évolution divergente des conditions d'accès au crédit en République fédérale et à l'étranger, les emprunteurs allemands étaient toujours incités à tourner les mesures restrictives prises par la Bundesbank en faisant appel à des ressources extérieures.

Non seulement les exportations de capitaux à long terme ont fléchi de DM 22,9 milliards en 1969 à DM 4,4 milliards, mais les entrées de fonds à court terme, y compris les mouvements non identifiés, se sont élevées à DM 23,9 milliards au total, soit un montant légèrement supérieur à l'accroissement des réserves officielles de change enregistré en 1970.

Au cours des premiers mois de 1971, la demande globale a cessé de faiblir. Un hiver exceptionnellement doux, le rétablissement, en février, du barème dégressif pour les provisions d'amortissement, l'accroissement des dépenses publiques et de la consommation privée, sont autant de facteurs qui ont contribué à une certaine reprise de l'activité économique. Bien que continuant à se détendre quelque peu, la situation monétaire est restée plus serrée qu'à l'étranger, et les entrées de devises se sont accélérées malgré un abaissement de 6 à 5% du taux d'escompte le 1er avril. Etant donné que les exportations s'inscrivaient, elles aussi, en reprise, il ne fallait guère s'attendre que la demande globale se situe à un niveau susceptible de contribuer à la lutte contre l'inflation par les coûts. La hausse, d'une année sur l'autre, des charges salariales par unité produite a été d'environ 10% pendant le premier trimestre de 1971. En avril, les prix de gros et de détail avaient augmenté respectivement de 5,2 et de 4,9% par rapport à la période correspondante de l'an dernier.

En présence de cette évolution, les autorités se proposèrent de prendre, à la fin d'avril, de nouvelles mesures de stabilisation. Les différentes options qui s'offraient à elles n'ayant guère été tenues secrètes, une vague de capitaux spéculatifs d'origine étrangère déferla sur l'Allemagne fédérale, de sorte que les responsables de la monnaie furent amenés, le 10 mai, à laisser le taux de change du deutsche mark s'apprécier librement. Pour appuyer cette mesure, il fut décidé d'interdire la rémunération des dépôts de non-résidents et l'acquisition, par ces derniers, de certains instruments du marché monétaire allemand. Une compression des dépenses budgétaires de l'Etat fédéral et la stérilisation de certains fonds publics sur les livres de la Bundesbank furent envisagées. Dans la mesure où le deutsche mark se maintient au-dessus de son niveau antérieur, cette situation devrait contribuer à freiner l'activité économique à la fois directement par son incidence sur le volume net de la demande étrangère et indirectement en permettant aux autorités de jouir d'une plus grande autonomie dans l'application de leur politique monétaire.

### **Royaume-Uni.**

Depuis dix-huit mois, le Royaume-Uni se trouve entraîné dans un puissant tourbillon inflationniste déclenché et entretenu par les syndicats du fait de la position de force qu'ils occupent dans les négociations. Quand le mouvement de hausse a débuté, à l'automne de 1969, il était clair que la demande n'exerçait aucune pression. Sur le plan interne, les dépenses étaient fermement contenues par des mesures budgétaires et monétaires et, si les exportations avaient fortement progressé au point de permettre à la balance des paiements de dégager un excédent, le volume de la production ne s'était accru au second semestre de 1969 que de 1,8% en un an. Les offres d'emploi non satisfaites plafonnaient et le chômage augmentait.

Dans ces conditions, l'explosion des revendications reflétait en partie l'insatisfaction des salariés devant la faiblesse de l'amélioration réelle des salaires par rapport

à l'année précédente, pendant laquelle des transferts de ressources avaient été opérés en faveur de la situation des paiements. Elle traduisait aussi un mécontentement plus ancien, provoqué par l'application pendant trois ans d'une politique des revenus, et le fait que le relâchement de cette politique rendait possible et parfois même encourageait véritablement un durcissement des revendications. Plusieurs accords de salaires conclus vers la fin de 1969 avaient dépassé largement les relèvements prévus dans les directives officielles et, durant les premiers mois de 1970, tandis que les grèves éclataient un peu partout, des augmentations des rémunérations de 10 à 15% sont devenues courantes, alors que la moyenne des cinq années précédentes s'était établie entre 5 et 5½%.

Même en faisant abstraction de la proximité des élections législatives, le climat n'était pas tel que les autorités se sentent vraiment en mesure d'imposer de nouveau des limitations en matière de salaires. Le budget présenté en avril n'annonçait toutefois qu'une légère atténuation de la politique financière et monétaire, car on estimait qu'à elle seule la progression des salaires constituait, dans les perspectives d'évolution de la demande, un facteur important d'expansion. Les finances publiques devaient rester globalement excédentaires et l'accroissement du crédit à l'économie interne ne devait pas dépasser £900 millions pour l'exercice financier 1970-71. Même dans ces conditions, on tablait sur une progression de 4% en termes réels de l'ensemble des dépenses de caractère définitif entre le premier semestre de 1970 et le premier semestre de 1971. En tenant compte d'une certaine accélération du développement des importations, les autorités escomptaient une croissance de 3½% du produit intérieur brut, ainsi que le maintien d'un excédent confortable de la balance des paiements.

En juin, après les élections, le gouvernement conservateur a confirmé l'orientation restrictive de la politique monétaire et budgétaire, tout en annonçant son intention d'entreprendre des réformes à plus long terme, notamment en matière de dépenses publiques, de fiscalité et de relations sociales dans les entreprises. Selon les directives données aux banques lors de la présentation du budget, les crédits des «clearing banks» au secteur privé, autres que ceux qui étaient destinés au financement des exportations et de la construction navale dans le cadre du régime des crédits à moyen terme assortis d'un taux d'intérêt fixe, pouvaient s'accroître progressivement jusqu'à un maximum de 5% pendant l'exercice budgétaire. A la mi-juillet, la progression atteignait déjà près de 4%, parce que d'une part les entreprises s'abstenaient pratiquement de faire appel au marché financier à long terme et que, d'autre part, les prêts personnels s'étaient fortement développés. Les banques furent alors instamment priées de limiter leur activité de prêt. Bien que le pourcentage du dépôt préalable à l'importation fût ramené de 30 à 20% en septembre, puis totalement supprimé en décembre, la Banque d'Angleterre invita les banques, à la fin d'octobre, à effectuer auprès d'elle un nouveau versement en compte spécial, afin de maintenir la pression sur l'expansion du crédit. En même temps, les autorités annoncèrent une réduction de la taxe sur les bénéfices des sociétés et de l'impôt sur le revenu, devant prendre effet en janvier et en avril 1971 respectivement, mais ces allègements devaient être intégralement compensés par des économies budgétaires, portant notamment sur les indemnités de chômage, les prestations de la sécurité sociale, les subventions à l'agriculture et à l'industrie, ainsi que sur les dépenses d'investissement des entreprises nationalisées.

A l'égard du problème des salaires, le nouveau gouvernement a, dès sa constitution, formellement renoncé à recourir à une politique officielle des revenus et supprimé ce qui restait des institutions héritées de son prédécesseur. Il a laissé tomber en désuétude les dispositions lui conférant le pouvoir d'imposer un blocage de trois mois des salaires et des prix et le «National Board for Prices and Incomes» a été dissous.

Les autorités ont toutefois attaché une grande importance à une réforme fondamentale de la législation régissant les relations entre employeurs et salariés de l'industrie et les conventions collectives. Jusqu'alors, l'essentiel des dispositions législatives sur ces questions était contenu dans le «Trade Disputes Act» de 1906 qui, tout en dégageant les syndicats de la responsabilité civile, reposait essentiellement sur l'idée que les rapports entre employeurs et salariés n'entraient pas dans le cadre juridique. Le nouveau projet de «Loi sur les relations sociales dans les entreprises» et celui du gouvernement travailliste diffèrent l'un de l'autre sur les principaux points de détail. Il existe, semble-t-il, une large unité de vues sur la nécessité d'envisager le problème sous un angle nouveau. Les deux projets de loi s'inspirent largement du rapport de la Commission Donovan sur les syndicats ouvriers et les associations patronales; ils ont l'un et l'autre pour objet de remédier, soit en conférant force de loi aux conventions collectives, soit par d'autres moyens, aux problèmes typiquement britanniques de grèves «sauvages», de litiges sur la délimitation des tâches des travailleurs et de surenchères dans les revendications salariales. Comparé à la législation en vigueur dans d'autres pays, l'actuel projet de loi n'a pas une très vaste portée mais, s'il est intégralement adopté, il représentera un grand pas en avant.

Durant l'automne de 1970 et les premiers mois de 1971, il est apparu de plus en plus clairement que la stratégie consistant, pour les autorités, à exercer une action restrictive sur la demande tout en adoptant une certaine réserve à l'égard des accords de salaires dans le secteur privé n'amenait aucun relâchement des tensions inflationnistes. Malgré le degré important de capacité productive inutilisée, les rémunérations atteignaient, au début de 1970, un niveau supérieur de 14% à celui de la période correspondante de 1969. En novembre, une grève de six semaines des travailleurs manuels des collectivités locales prit fin avec l'arbitrage d'une commission d'enquête qui accorda une augmentation de 15%. Cette décision amena le gouvernement à changer d'attitude et à souligner désormais qu'il importait de résister à des revendications salariales exorbitantes et de parvenir à une réduction progressive de l'ampleur des relèvements de salaires. Ainsi furent repoussées les prétentions abusives des électriciens en décembre et des postiers en janvier 1971; dans les deux cas, un ordre de grève fut tout d'abord lancé, puis rapporté en contrepartie d'une enquête officielle, qui aboutit à l'octroi d'une augmentation de 9%. Dans le secteur privé cependant, plusieurs accords intéressants de grandes entreprises ont été conclus avec un niveau de 16 à 17% d'augmentation. La «Ford Motor Company» a même été contrainte de s'engager à majorer les salaires de 16% pendant deux années de suite. S'agissant d'une entreprise dont la position concurrentielle constituait un sujet de préoccupation pour ses dirigeants, ce résultat montre à quel point il est difficile, pour l'industrie privée, de résister avec succès à une grève en l'absence d'un soutien actif du gouvernement sous la forme d'une politique des revenus ou éventuellement sous d'autres formes.



La situation présente également un autre aspect, en ce sens que les prévisions de croissance du produit national brut formulées lors de l'établissement du budget pour l'exercice 1970 ne se sont pas réalisées. Toutes les principales composantes de la dépense nationale, à l'exception de la constitution des stocks, ont été inférieures aux résultats escomptés. L'investissement fixe a très peu progressé au total et la construction de logements, sous l'influence de la rigueur monétaire et budgétaire a même enregistré un recul de 8% en termes réels entre le second semestre de 1969 et le semestre correspondant de 1970. Les exportations de biens et de services n'ont progressé que de 0,5% en volume pendant cette période de douze mois, tandis que les importations, reflétant en partie le rythme élevé de constitution des stocks au cours des six derniers mois de 1970 se sont, avec +7,7%, inscrites en forte reprise. La consommation publique a marqué une faible augmentation; celle du secteur privé s'est développée de 3,3% seulement au lieu des 4% prévus, en raison essentiellement de la progression, pour la deuxième année de suite, et à partir du niveau peu élevé noté en 1967-68, du taux d'épargne des particuliers. Au total, le produit intérieur brut ne s'est accru que de 1,8%, et la marge de ressources inutilisées de l'économie s'est élargie. Cette tendance a persisté pendant le premier trimestre de 1971, les investissements industriels donnant des signes de faiblesse et les faillites de Rolls-Royce et de «Vehicle and General Assurance» aggravant l'incertitude qui caractérisait le climat des affaires. En avril, le nombre des chômeurs recensés atteignait 800.000 – soit 3,3% de la population active – et les offres d'emploi non satisfaites fléchissaient à moins de 200.000.

L'évolution défavorable des exportations et des importations, exprimées en volume, ne s'est pas traduite par une détérioration d'importance égale de la balance des paiements courants. En effet, les termes de l'échange se sont améliorés d'au moins 7% entre mai 1970 et janvier 1971 au profit du Royaume-Uni, grâce à la stabilité des prix à l'importation à partir du premier trimestre de 1970 et à l'accélération de la hausse des prix des marchandises exportées. L'avantage procuré à ce pays sur ses concurrents par la dévaluation de 1967 autorisait bien, jusqu'à un certain point, un mouvement de ce genre mais, dans l'hypothèse où celui-ci se poursuivrait, la balance des paiements retomberait inévitablement dans la situation précaire d'autrefois. L'excédent courant s'est établi à £631 millions en 1970 (contre £437 millions en 1969) et, pendant le premier trimestre de 1971, il atteignait encore une cadence annuelle très proche de £400 millions.

En outre, il s'est produit un afflux net considérable de capitaux, provoqué en partie par les excédents de paiement dégagés par les pays d'outre-mer de la zone sterling et également par le décalage existant entre le Royaume-Uni et les Etats-Unis sur le plan des taux d'intérêt et des possibilités d'accès au crédit. Non seulement les prêts en sterling des «clearing banks» au secteur privé du Royaume-Uni ont cessé de s'accroître, mais ils ont même quelque peu fléchi entre septembre 1970 et mars 1971, les entreprises britanniques faisant appel, pour des montants fort importants, à des emprunts en devises étrangères. En janvier, les autorités ont interdit les emprunts en devises d'une durée inférieure à cinq ans dont le produit était destiné à des fins d'ordre interne, de même que tous les emprunts en livres effectués auprès de résidents extérieurs à la zone sterling. Cette décision visait à la fois à accentuer le resserrement du crédit et à réduire l'élément d'instabilité figurant dans le renforcement des réserves

officielles de change. Les fonds ont cependant continué d'affluer à un rythme élevé, vu le nombre important de demandes d'emprunt en euro-monnaies qui, approuvées précédemment, restaient à satisfaire, et en raison des achats de valeurs britanniques à revenu fixe effectués par des non-résidents dans l'espoir d'une baisse des taux d'intérêt. Comme cette perspective d'un recul des taux s'est affirmée tant au Royaume-Uni qu'à l'étranger, les autorités ont été en mesure de placer de très importantes quantités de fonds d'Etat sans provoquer de fluctuations sensibles des cours.

Au total, l'excédent de la balance des paiements a permis à la Grande-Bretagne de réduire sa dette extérieure de près de £2.000 millions entre décembre 1969 et mars 1971, date à laquelle il ne restait plus à rembourser que £683 millions de tirages sur le F.M.I.

En raison de la situation favorable des paiements et du niveau élevé du sous-emploi dans l'économie, les autorités ont décidé de restreindre quelque peu la pression qu'elles exerçaient sur la demande en vue de contenir la poussée des salaires. Le budget de l'exercice 1971 a été conçu de manière à fournir un certain stimulant à la production et à raffermir la confiance des milieux d'affaires. Outre les allègements fiscaux annoncés précédemment, certains abattements ont été relevés en faveur des particuliers, l'impôt sur les bénéfices des sociétés a été une nouvelle fois abaissé de 2 points et demi, pour être fixé à 40%, et la taxe sélective sur l'emploi a été réduite de moitié avec effet à partir de juillet. A la suite de ces changements, et compte tenu de l'incidence de la grève des postes sur le calendrier des rentrées fiscales, on estime que le budget général de l'administration centrale, dont l'exécution a fait apparaître un excédent de £300 millions pour l'exercice 1970-71, se soldera par un déficit de près de £900 millions pour 1971-72.

Les directives données aux banques en matière de crédit ont été également quelque peu assouplies. Toutefois, la réduction d'un point du taux officiel d'escompte, ramené à 6% deux jours après la présentation du budget, n'a pas eu pour objet d'accentuer la détente de la politique monétaire mais plutôt, à l'exemple d'une décision analogue de la Bundesbank, d'endiguer l'afflux de capitaux étrangers.

D'après les estimations, l'effet stimulant des nouvelles mesures devrait permettre une croissance réelle de 4% de l'ensemble de la dépense finale entre le premier semestre de 1971 et la période correspondante de 1972. Les dépenses de consommation progresseraient de 5,3%, l'investissement privé n'accuserait qu'une faible variation et les dépenses du secteur public en biens et services s'accroîtraient de 2%. Comme les autorités s'attendent à voir les importations augmenter plus vite que la dépense finale, l'expansion projetée du produit intérieur brut serait à peine supérieure à 3%, ce qui n'impliquerait pas de réduction de la marge de capacité inutilisée de l'économie. En fait, le gouvernement a déclaré que, si la course des salaires et des prix ne s'interrompait pas, on ne saurait exclure l'éventualité d'une nouvelle aggravation du chômage.

## France.

Les ajustements des parités du franc et du deutsche mark, conjugués avec les mesures de stabilisation de l'économie adoptées au cours de l'année 1969, ont contribué à un rétablissement rapide et décisif de l'équilibre de la balance des paiements de

la France et à une atténuation de la pression de la demande interne. Au début de 1970, l'objectif essentiel consistait à consolider ces progrès et à freiner la hausse des salaires et des prix.

Les exportations, qui se sont ressenties favorablement du développement de la production et de la poussée des prix dans les autres pays de la C.E.E., ont continué de progresser rapidement pendant le premier semestre de 1970. Bien que leur croissance ait été légèrement moins rapide qu'en 1969, les investissements du secteur privé, stimulés par l'accroissement accentué des charges salariales depuis 1968 et par la persistance des pressions sur le potentiel de production, se sont maintenus à un rythme élevé. De plus, l'impact des restrictions de crédit semble avoir été atténué par les emprunts à l'étranger et par les opérations dites de « face à face » (prêts que s'accordent mutuellement les entreprises). Cependant, les dépenses publiques ont été contenues et, devant la modération de la consommation des ménages, la demande globale s'est affaiblie.

Etant donné le gonflement des revenus des particuliers, engendré par une progression annuelle de plus de 10% des rémunérations, on ne s'attendait guère à une si longue pause de la consommation. Elle s'explique cependant si l'on tient compte de la rigueur de la politique budgétaire et du crédit, du ralentissement de l'activité économique et du fait qu'une vague d'achats s'était produite au cours de l'année précédente. Les nouveaux encouragements à l'épargne, et particulièrement le maintien des taux d'intérêt créditeurs à un niveau élevé, ont également joué un certain rôle.

Dans ces conditions, le dispositif de contrôle du crédit n'a été modifié qu'avec prudence. Entre février et octobre, un assouplissement sélectif a été apporté en plusieurs étapes à la réglementation des ventes à tempérament. Au printemps, la limitation directe de la progression des encours bancaires a tout d'abord été atténuée en faveur des crédits à l'exportation, puis des crédits d'investissement à moyen terme. Les restrictions ont été entièrement levées en juin pour la plupart des crédits d'équipement à moyen terme mobilisables, et en octobre pour toutes les autres catégories de crédits.

Pour faire face aux pressions qui continuaient de s'exercer sur les salaires et les prix, les autorités se sont attachées, au cours du printemps et de l'été, à prévenir un recul trop prononcé des taux d'intérêt sur le marché intérieur et à limiter les répercussions, sur la liquidité bancaire, des entrées de capitaux à court et à long terme; pour ce faire, elles ont en premier lieu majoré le coefficient de retenue des effets à moyen terme mobilisables des banques, puis le pourcentage de leurs réserves obligatoires. Le ratio applicable aux dépôts en dollars que les banques étaient tenues de constituer auprès de la Banque de France depuis le début de 1969 a été ramené de 100 à 50% de la position créditrice nette en devises des banques envers les non-résidents; cette réglementation a été abrogée en juillet. Les modifications apportées au contrôle des changes sous la forme d'une limitation des emprunts à court terme contractés auprès de non-résidents par les entreprises françaises permit, en juillet, de contenir l'afflux de capitaux. Finalement, devant la persistance du mouvement de baisse des taux d'intérêt à l'étranger, la Banque de France ramena le taux d'escompte de 8 à 6½% en trois étapes, en août et octobre 1970 et en janvier 1971.

La politique budgétaire est demeurée assez restrictive tout au long de l'année. Au cours de l'été, le gouvernement a annoncé le déblocage d'une première tranche d'autorisations de programme au titre des crédits d'équipement qui avaient été réservés en 1969 et au début de 1970; cependant, il a veillé à maintenir le budget de l'exercice 1970 en situation équilibrée. Le budget de l'Etat pour l'exercice 1971 a également été présenté en équilibre, mais il semble à l'heure actuelle qu'il se soldera par un léger déficit.

Après la dévaluation, les exportations ont d'abord marqué une forte expansion à un moment où les capacités productives à l'étranger étaient insuffisantes et où l'activité économique se développait fortement. Les prix français à l'exportation, exprimés en devises étrangères, n'ont que très faiblement baissé, de sorte que la rentabilité des ventes à l'étranger s'est sensiblement améliorée. La croissance des exportations s'est toutefois ralentie pendant l'été, en raison principalement de l'évolution conjoncturelle dans les autres pays. Le déficit de la balance des opérations courantes, qui dépassait \$2 milliards en 1969, a complètement disparu, mais l'excédent dégagé a toutefois été de faible ampleur du fait de la reprise des importations résultant pour l'essentiel de la reconstitution des stocks. Les résultats du commerce extérieur sont cependant restés satisfaisants au début de 1971 et la situation est fondamentalement saine. Le contrôle des changes a été assoupli de façon sélective, en ce qui concerne notamment les investissements des entreprises françaises à l'étranger et le tourisme.

En dépit d'une légère animation de la consommation des ménages à partir de l'automne — provoquée par la recrudescence des dépenses de biens de consommation durables — le développement de la demande globale se poursuit toujours à une faible allure. Les pressions exercées sur les ressources disponibles se sont considérablement atténuées à la fin de 1970 et au début de 1971. En revanche, après s'être détériorée pendant plusieurs mois, la situation de l'emploi s'est légèrement améliorée ces derniers temps et certains secteurs souffrent même d'une pénurie substantielle de main-d'œuvre qualifiée.

Le rythme de hausse des salaires et des prix a été lent à réagir au tassement de la demande. Les taux des salaires horaires ont augmenté de quelque 3% au premier trimestre de 1971, soit un accroissement de plus de 10% par rapport au trimestre correspondant de l'année écoulée. Si les principales conventions collectives conclues dans le secteur public au début de 1971 prévoient des augmentations relativement modérées, elles ne sont pas moins assorties de clauses garantissant la progression des rémunérations en fonction de l'augmentation du coût de la vie et des gains de productivité. Les répercussions de la dévaluation et l'évolution des prix à l'étranger ont en général compliqué l'an dernier la tâche de la stabilisation des prix, tandis que des problèmes de structure et la persistance d'une demande excessive dans certains secteurs ont contribué à entretenir l'inflation. Les prix sont toujours soumis au régime de liberté surveillée et, pour limiter le mouvement de hausse des produits de consommation courante, le gouvernement a eu recours à des réductions sélectives de la taxe à la valeur ajoutée.

Au printemps de 1971, les pouvoirs publics poursuivaient une politique visant à prévenir une recrudescence trop marquée de la demande interne. Par ses interventions sur le marché monétaire à des taux inférieurs au taux d'escompte, et s'alignant sur ceux des euro-dollars, la Banque de France a contribué à limiter les entrées de

devises. En avril a été mis en vigueur un régime de réserves obligatoires calculées sur l'accroissement des encours bancaires, dont les taux, ainsi que ceux des réserves assises sur les dépôts intérieurs et de non-résidents, ont été relevés en mai, tandis que le taux officiel de l'escompte était porté à 6¾%.

### Italie.

Au début de 1970, trois grands problèmes se posaient pour l'économie italienne: freiner la course salaires-prix, assurer un redressement suffisant de la balance des paiements et donner un nouvel élan à la production et à la productivité, après le grave recul d'activité enregistré pendant le second semestre de 1969, du fait des grèves qui marquèrent «l'automne chaud».

Pendant le premier trimestre, l'accélération du rythme d'inflation et l'aggravation du déficit global de la balance des paiements semblaient devoir constituer les difficultés les plus sérieuses à attendre au cours de l'année, étant donné que les signes favorables d'une reprise se manifestaient dans l'industrie où l'on notait de nouveaux records d'activité. Aussi les autorités ont-elles d'abord suivi une politique monétaire assez restrictive, tout en prenant diverses mesures de circonstance, tant pour éviter les sorties de capitaux que pour encourager les emprunts à l'étranger.

Cependant, la situation a commencé à évoluer à partir du printemps. D'une part, la production industrielle a cessé de se développer pour demeurer pratiquement stationnaire pendant le reste de l'année. D'autre part, l'accélération de la hausse des prix a marqué un temps d'arrêt et une amélioration de la structure de la balance des paiements a pu être réalisée, en ce sens qu'une réduction de l'excédent courant s'est accompagnée, en grande partie sous l'influence de la politique suivie, d'une amélioration notable de la balance des mouvements de capitaux.

La stagnation de la production n'a pas eu pour cause initiale une insuffisance de la demande globale, mais la faiblesse décevante avec laquelle l'économie a répondu, et plus précisément la diminution sensible des gains de productivité. Les hausses de prix à la production ont été assez bien contenues et la très vive progression des rémunérations — en juin, les taux des salaires horaires dans l'industrie dépassaient de 21% le niveau du mois correspondant de l'année précédente — de même que l'augmentation sensible des coûts des matières premières ont été absorbées par les entreprises, qui ont accepté de réduire leurs marges bénéficiaires. De ce fait, il en est résulté une diminution de leurs possibilités d'autofinancement et une révision en baisse de leurs projets d'investissement, qui s'expliquent en partie aussi par la rareté et la cherté des ressources externes de financement. Dans ces conditions, s'il est vraisemblable que les restrictions monétaires ont exercé des répercussions sensibles à la fois sur la situation des paiements et sur l'évolution des prix et des salaires, il est apparu à l'évidence qu'une action de plus grande envergure s'imposait, ne serait-ce qu'en raison des proportions démesurées que menaçait de prendre le déficit du secteur public. Le ralentissement inattendu du rythme de croissance commençait à entraîner des moins-values fiscales alors que, pour pouvoir financer les réformes de structure dans certains secteurs-clés, il aurait fallu accroître l'ampleur déjà considérable des dépenses.

A la fin du mois d'août, le gouvernement adopta un ensemble de mesures d'ordre fiscal, comprenant notamment des augmentations de droits indirects et des cotisations de sécurité sociale. Ces dispositions fiscales, dont on attendait un rendement global représentant environ 1% du produit national brut, étaient destinées à agir sur la répartition de la dépense totale, c'est-à-dire à limiter la consommation privée et à dégager des ressources pour les dépenses de consommation à caractère social. Elles s'accompagnaient d'un assouplissement de la politique monétaire, également justifié par des raisons d'ordre extérieur. Après une brève attaque spéculative contre la lire qui, en juillet, fit fléchir son cours au comptant jusqu'au plancher d'intervention et donna naissance à un déport à terme de 17% en taux annuel par rapport au dollar, la balance générale des paiements a continué de s'améliorer par suite d'abondantes entrées de capitaux. Comme les taux d'intérêt baissaient sur les marchés internationaux, il a été possible de laisser fléchir progressivement ceux du marché italien tout en maintenant un écart de nature à attirer les fonds étrangers et à décourager les exportations de capitaux.

A la fin du troisième trimestre, on s'attendait généralement à voir le rythme de l'activité économique s'accélérer notablement et la productivité faire enfin des progrès. En septembre, les milieux officiels tablaient encore sur une croissance de près de 7% en termes réels du produit national brut pour l'année 1970. On peut estimer que ce résultat lui-même n'a été que modérément satisfaisant, puisqu'il reposait sur une comparaison avec 1969, année où l'économie avait été affectée par des pertes de production évaluées à 2% du produit national brut en volume. Or, les résultats du dernier trimestre, et par conséquent ceux de l'ensemble de l'année, ont été inférieurs à ces prévisions. Les dépenses d'investissement n'ont pas amorcé la reprise escomptée et la production industrielle, après s'être remise en début d'année des conflits sociaux, est pratiquement demeurée stationnaire. Plus précisément, le taux de croissance du produit national brut en termes réels s'est élevé à 5,1% seulement. Au cours des premiers mois de 1971, la production industrielle s'est en fait inscrite en recul et, en mars, elle se situait à un niveau inférieur de quelque 5% à celui de mars 1970.

Il apparaît que deux facteurs principaux ont freiné l'accroissement de la production et de la productivité depuis le premier trimestre de 1970. Au premier rang figure le climat social. D'une part, des grèves intermittentes, la généralisation de l'agitation ouvrière et l'absentéisme ont caractérisé l'évolution économique en 1970 et au début de 1971; d'autre part, la réduction de la durée du travail et le fait que les heures supplémentaires sont pratiquement interdites depuis la fin des grèves de 1969 ont sensiblement réduit le potentiel productif à court terme de l'économie. Le second facteur est l'évolution progressive de la situation, depuis la fin de 1970, vers une stagnation de la demande globale, en raison de la tendance au plafonnement des dépenses de consommation et surtout des investissements productifs, tandis que la construction de logements continue de traverser une phase de récession.

Il est à peine besoin de souligner la nécessité d'améliorer les rapports entre employeurs et salariés, de promouvoir l'accroissement de la production et de la productivité et la reprise des investissements. En effet, le coûteux programme de réformes sociales que le gouvernement s'est engagé à appliquer ne paraît réalisable que si l'économie retrouve des conditions d'expansion satisfaisantes.

## Japon.

Après avoir enregistré pendant quatre ans, de 1966 à 1969, un taux moyen de croissance de  $12\frac{1}{2}\%$ , en termes réels, l'économie japonaise a fini au dernier trimestre de 1970 par glisser dans une récession «à la japonaise». Le rythme d'expansion est en effet tombé à  $8,3\%$ ! Néanmoins, sur l'ensemble de l'année, l'économie s'est développée de  $11\frac{1}{2}\%$ .

A l'automne de 1969, les autorités avaient adopté des mesures de resserrement monétaire pour contenir la surchauffe de l'économie mais, pendant six mois encore, celle-ci se poursuivait sans faiblir. L'effet des mesures a toutefois commencé à se faire sentir à partir du printemps de 1970 et, à l'automne, l'activité économique donna des signes indubitables de ralentissement. Les investissements en installations fixes et en biens d'équipement fléchirent et les ventes de certains biens de consommation durables, notamment les automobiles et les appareils ménagers, s'inscrivirent en recul. La production industrielle, qui s'était accrue à une cadence annuelle voisine de  $18\%$  jusqu'en juillet, ne fit plus aucun progrès pendant le reste de l'année et, en fait, diminua au dernier trimestre.

Bien que, sur l'ensemble de l'année 1970, la plupart des facteurs de la demande aient fait preuve d'un dynamisme moindre qu'au cours de l'année précédente, les exportations et les dépenses en installations fixes et en équipement ont continué de fournir un puissant élan expansionniste; dans un cas comme dans l'autre, leur progression en volume a atteint environ  $15\%$ , contre  $20\%$  l'année précédente. La construction de logements s'est également développée à un rythme qui, avec  $13\%$ , n'a été que très légèrement inférieur à celui de 1969, tandis que le taux d'expansion de la consommation privée revenait de  $10$  à  $8\%$ . La baisse des ventes de produits finis au second semestre de 1970 a provoqué un gonflement sensible des stocks.

Peu de progrès ont été réalisés en 1970 dans la lutte contre le processus inflationniste des salaires et des prix qui avait débuté un an auparavant. Certes, la hausse des prix de gros a été arrêtée, mais on n'a pu discerner aucune tendance à l'accalmie dans l'évolution des prix de détail dont le niveau, à la fin de 1970, dépassait de plus de  $8\%$  celui de l'année précédente. Les salaires, qui avaient augmenté de  $16\frac{1}{2}\%$  en 1969, se sont relevés de  $17\frac{1}{2}\%$  en 1970. Au dernier trimestre toutefois, le rythme de progression a donné des signes de ralentissement et il se peut que cette tendance ait commencé à modérer, dans les premiers mois de 1971, la hausse des prix à la consommation.

Devant un ralentissement de l'activité plus marqué qu'elles ne l'avaient prévu, les autorités ont pris, en automne 1970, d'importantes mesures de relâchement en matière monétaire. Le taux d'accroissement autorisé pour les prêts des banques opérant sur des places importantes, déjà relevé progressivement pendant l'année, a été encore augmenté au dernier trimestre et, au début de 1971, le plafonnement a été complètement supprimé; le taux de l'escompte a été abaissé, en deux étapes, d'un demi-point au total; enfin, le gouvernement a orienté sa politique des dépenses publiques de façon à lui conférer, à l'aide d'émissions supplémentaires d'obligations, une souplesse accrue; il dispose ainsi des moyens de lutter, le cas échéant, contre toute tendance persistante

à la récession. Le budget de l'exercice 1971-72, bien que fondamentalement neutre, prévoit un accroissement de 18½% des dépenses au titre du budget général, contre un développement attendu du produit national brut à prix courants de 15%.

L'une des préoccupations des autorités, dans une année marquée par un inflexissement de la conjoncture, a été d'éviter un gonflement de l'excédent global des paiements, déjà fort important. Or, celui-ci a en fait diminué, passant de \$2,3 milliards en 1969 à \$1,4 milliard l'an dernier. Le changement le plus important s'est produit dans les mouvements de capitaux à long terme; les sorties nettes, qui n'avaient atteint que \$0,2 milliard en 1969, sont passées à \$1,6 milliard l'an dernier, grâce aux mesures prises par les autorités. En ce qui concerne la balance des opérations courantes, qui avait fait de réels progrès en 1969 pendant la période de haute conjoncture inflationniste, l'excédent important s'est maintenu en 1970 et a même commencé à s'accroître à mesure que la tension de la demande interne s'atténuait. Malgré les mesures visant à freiner l'élan des exportations et à encourager les importations, le surplus des transactions commerciales est passé de \$3,7 milliards à plus de \$4 milliards. Les ventes à l'étranger, qui avaient progressé de 23% en 1969, ont encore enregistré, en 1970, une expansion de 21% tandis que les achats, qui avaient augmenté de 17% en 1969, ont fait un bond de 25% l'an dernier. Au second semestre toutefois, avec le fléchissement de l'activité interne, le rythme de croissance des importations s'est notablement ralenti, tandis que celui des exportations s'accélérait.

Les réserves officielles, qui s'étaient renforcées de \$0,8 milliard en 1969, ont gagné \$1 milliard l'an dernier, et leur montant total, compte tenu de la première allocation de D.T.S., s'élevait à \$4,8 milliards à la fin de 1970. Elles auraient encore été plus élevées si la Banque du Japon n'avait pas, au milieu de l'année, encouragé les banques à rembourser les emprunts contractés à l'étranger en leur consentant des crédits en yens à des taux de faveur. Avec la baisse des taux d'intérêt sur les places étrangères et sur le marché de l'euro-dollar, la position extérieure nette des banques, qui s'était améliorée d'au moins \$1,5 milliard en 1969, a progressé de \$0,4 milliard seulement en 1970.

On espère que la suppression des restrictions de crédit à partir du début de 1971 encouragera rapidement l'économie à s'engager de nouveau dans la voie d'une expansion accélérée. Pendant le premier trimestre, toutefois, les symptômes d'un redressement ont été plutôt rares. Les prêts bancaires se sont accrus et les exportations ont continué de progresser en flèche. Mais la forte baisse de près de 25% des commandes de machines au dernier trimestre de 1970 donne à penser que la reprise ne sera pas rapide dans les investissements des entreprises en biens d'équipement; les enquêtes sur les intentions en matière d'investissement, notamment dans l'industrie automobile, l'appareillage électrique et la métallurgie confirment cette impression. Au cas où l'économie réagirait trop tardivement aux mesures prises jusqu'à présent en faveur de l'expansion, l'excédent des opérations courantes, déjà important, risquerait de s'accroître encore mais, dans ce cas, il est probable que les autorités prendraient de nouvelles mesures d'encouragement. Grâce au contrôle des changes et à l'attitude de fermeté adoptée par les autorités à l'encontre d'une réévaluation, le Japon n'a pas connu d'afflux important de capitaux de caractère spéculatif.



## Canada.

Au début de 1970, en dépit d'un léger ralentissement du rythme de l'inflation, les autorités canadiennes se sont fixé pour objectif prioritaire le freinage de la course salaires-prix. Devant la forte aggravation du chômage, elles ont toutefois progressivement assoupli les restrictions monétaires et budgétaires, en premier lieu pour empêcher l'économie de basculer dans une récession caractérisée puis, à partir du moment où la situation sur le front des prix s'est nettement améliorée, pour l'orienter à nouveau vers une croissance mieux adaptée à son potentiel de production.

La politique du crédit a été progressivement assouplie à partir de la fin du premier trimestre de 1970 et les agrégats monétaires ont commencé à enregistrer un taux de croissance beaucoup plus élevé à partir d'avril. Cependant, par suite d'un certain tassement de la demande globale de crédit, les taux d'intérêt avaient déjà amorcé un mouvement de recul dès le mois de janvier et cette tendance s'est poursuivie jusqu'au premier trimestre de 1971. En dépit de ce fléchissement, le loyer de l'argent à court terme au Canada est resté plus élevé qu'aux Etats-Unis durant le premier trimestre de 1970, contrecarrant ainsi les sorties de capitaux à échéance rapprochée. En même temps, le développement sensible des emprunts obligataires lancés à l'étranger provoqua une accélération de l'afflux — déjà fort important — des capitaux à long terme. Parallèlement, et de façon assez inattendue, la balance des transactions courantesregistra une amélioration sensible. Le dollar canadien s'établit au voisinage immédiat du plafond d'intervention et les autorités durent absorber un volume considérable de devises. Cette situation se prolongea au cours du second trimestre, durant lequel se produisirent un afflux massif de capitaux à court terme et un nouveau renforcement de la balance des transactions courantes. Le gonflement des avoirs publics de change qui en est résulté posa de sérieux problèmes de gestion de la masse monétaire aux autorités, convaincues qu'il entraînerait une expansion de la liquidité interne d'une importance jugée incompatible avec la situation du moment. C'est pourquoi elles décidèrent, fin mai, de laisser flotter librement le cours de leur monnaie. Elles abaissèrent simultanément le taux d'escompte, afin essentiellement de décourager les entrées éventuelles de capitaux à caractère spéculatif et partant de prévenir l'apparition d'un climat d'incertitude sur les marchés des changes. Le dollar canadien accusa rapidement une hausse d'environ 4% par rapport à l'ancienne parité officielle et continua sa lente progression pour se situer vers la fin mars 1971 presque au même niveau que le dollar des Etats-Unis.

L'aménagement de la politique économique dans un sens expansionniste en 1970 ressort clairement des décisions budgétaires adoptées par le gouvernement. Dès le premier trimestre, les dépenses publiques se sont fortement inscrites en hausse, tant en valeur qu'en volume, par rapport à l'année précédente, et se sont maintenues à un niveau élevé tout au long de l'année, grâce notamment aux mesures expansionnistes adoptées dans le budget de mars. De ce fait, l'excédent de \$775 millions, enregistré par le gouvernement fédéral en 1969 sur la base des données de la comptabilité nationale, a pratiquement disparu en 1970. En vérité, le volume considérable des dépenses publiques a été l'un des deux principaux facteurs qui ont empêché l'apparition d'une récession grave en 1970, l'autre étant l'attraction exercée par la demande étrangère.

Le collectif budgétaire présenté en décembre 1970 laissait prévoir une nouvelle expansion pour 1971 en dépit de la prorogation, jusqu'à la fin de l'année, de la surtaxe de 3% frappant les revenus des particuliers et les bénéfices des sociétés.

Le ralentissement de la croissance économique au premier semestre de 1970 s'est traduit, en particulier, par une augmentation du nombre — déjà élevé — des sans-emploi. Le taux de chômage désaisonnalisé, qui était de 4,7% au début de 1970, a régulièrement augmenté jusqu'en septembre pour s'établir au niveau record de 6,8%. Il a ensuite progressivement reculé jusqu'à atteindre 6,2% en janvier 1971.

Malgré une sous-utilisation considérable des ressources de main-d'œuvre, la croissance du produit national brut en volume a atteint le taux relativement élevé de 3,3% pour l'ensemble de l'année, après s'être accélérée pendant le second semestre de 1970. Entre le quatrième trimestre de 1969 et le deuxième trimestre de 1970, l'expansion a été de 1,7% en taux annuel. Au troisième trimestre de 1970, le P.N.B. a progressé de 2% en volume sur douze mois et, au quatrième trimestre, en dépit des répercussions de la grève dans l'industrie automobile, qui a duré même plus longtemps au Canada qu'aux Etats-Unis, il est ressorti à 6%.

Il faut dire que, dans leur lutte contre l'inflation, les pouvoirs publics ont remporté en 1970 un certain succès. Il suffit, pour s'en convaincre, d'examiner l'évolution de l'indice des prix à la consommation qui, après s'être fortement inscrit en hausse entre février et août 1969, a progressé ensuite au taux de 3% jusqu'en juillet 1970, pour finalement marquer, de juillet à décembre, un recul effectif supérieur à 1% sur une base annuelle. S'il est vrai que le caractère frappant de cette évolution s'explique par l'entrée en jeu de facteurs spéciaux qui ont en particulier affecté favorablement les prix des denrées alimentaires, d'autres indices représentatifs des prix ont également fait apparaître des signes évidents de décélération pendant l'année. C'est ainsi que l'indice dérivé du P.N.B. ne s'est accru, toujours sur une base annuelle, que de 1,8% entre le deuxième et le quatrième trimestre de 1970, la hausse étant intervenue presque exclusivement pendant le troisième trimestre.

Les majorations des salaires constituent, en revanche, un sujet de préoccupation. Avec une progression moyenne d'environ 8% en cours d'année, les relèvements salariaux ont dépassé nettement les gains de productivité et n'ont marqué aucun signe de ralentissement, en dépit des efforts déployés en ce sens par la Commission des Prix et des Revenus, et bien que le nombre important de chômeurs ne cessât d'augmenter. La Commission a été mise en place à la fin de 1969 à l'effet d'introduire une politique des revenus et des prix; si elle a remporté quelques succès en 1970 sur le front des prix, dont elle a réussi à limiter la hausse grâce au concours obtenu des milieux d'affaires, elle n'a toutefois pu recueillir l'adhésion des syndicats aux directives officielles en matière d'augmentations de salaires. Ce mouvement divergent des prix et des salaires a conduit les chefs d'entreprise à ne plus accorder leur soutien à la Commission à la fin de l'année dernière, de sorte que les efforts visant à introduire une politique des revenus ont plus ou moins échoué. Il est probable que les progrès de la productivité — qui sont habituellement élevés en période de reprise succédant à un ralentissement de l'activité économique — tendront dans un proche avenir à compenser, d'une certaine manière, les relèvements de salaires. Il n'empêche que la nécessité d'une modération progressive

des augmentations des rémunérations constitue au Canada, comme ailleurs, la condition préalable d'une croissance durable et équilibrée.

Au printemps de 1971, bien que la reprise de l'activité ait semblé s'être quelque peu consolidée – en raison de l'élan imprimé à la demande globale par les décaissements du secteur public, les mises en chantier de logements et les dépenses de consommation – le chômage a encore constitué un sujet de préoccupation et les prix ont de nouveau marqué une forte tendance à la hausse.

### **Belgique.**

Après une forte reprise conjoncturelle en 1969, qui avait rapidement porté l'économie belge à l'état de surchauffe, la demande globale a poursuivi son expansion l'an dernier, mais à un rythme moins rapide. Comme l'offre s'est en même temps assouplie, la Belgique a dans l'ensemble réussi à atteindre, en 1970, tous les principaux objectifs de sa politique économique. Sur le plan intérieur, le taux de croissance du produit national brut à prix constants est resté élevé, et l'emploi s'est situé à un niveau satisfaisant tandis que, sur le front des prix, le mouvement de hausse s'est ralenti, de sorte qu'à cet égard la Belgique est parvenue, sinon à une véritable stabilité, du moins à se situer au bas de l'échelle des taux d'inflation dans le monde. Sur le plan extérieur, la balance générale des paiements s'est rapprochée de l'équilibre, l'excédent ayant été ramené, l'an dernier, à environ \$100 millions.

Une atténuation modérée de la surchauffe jusqu'à un niveau plus normal d'activité s'est traduite par un fléchissement du taux de croissance du produit national brut en volume, qui est revenu de 6½% en 1969 à 5½% en 1970. L'expansion a toutefois reçu une impulsion encore plus forte que précédemment de la part des investissements en capital fixe, qui ont progressé de près de 10% à prix constants. La consommation privée n'a enregistré, au premier semestre de 1970, qu'une augmentation modérée; il s'agissait, en grande partie, des séquelles de la vague d'achats de précaution qui s'était produite auparavant, au moment où le public s'attendait à l'introduction, le 1er janvier 1970, de la taxe à la valeur ajoutée; en fait, cette mesure fut reportée d'un an. Dans la seconde partie de l'année, la consommation des ménages s'est accélérée avec l'accroissement des revenus disponibles et, de nouveau, du fait de l'imminence de l'entrée en vigueur de la T.V.A.

Ce dernier facteur a eu aussi des répercussions sur les stocks de produits finis qui, après avoir eu tendance à se renforcer pendant les trois premiers trimestres de l'année, ont été en général ramenés à des niveaux assez faibles pendant le dernier trimestre, tant dans l'industrie que dans certaines branches du commerce. Au total, la progression des stocks n'a représenté, l'an dernier, que la moitié environ de celle qui avait été enregistrée l'année précédente. Deux autres facteurs ont contribué à atténuer le rythme excessif de l'activité en Belgique. D'une part, la modération de la consommation publique, qui s'est développée moins fortement qu'en 1969, d'autre part le ralentissement de la demande étrangère, dont l'expansion avait joué un rôle déterminant dans l'essor de l'économie en 1969.

La production industrielle (construction non comprise) a commencé à plafonner au second trimestre de 1970. En conséquence, son rythme de croissance d'une année sur l'autre s'est ralenti, tombant de 11% pour le premier trimestre à environ 5½% pour le troisième. Vers la fin de l'année, toutefois, on constatait une reprise de l'expansion. Le degré moyen d'utilisation des capacités n'a que très peu fléchi et les carnets de commandes sont restés bien garnis: à la fin de janvier 1971, leur niveau représentait 4,3 mois de production. Dans le secteur du bâtiment, l'activité a été très soutenue pendant toute l'année.

Le chômage a cessé de décroître au début de 1970, après avoir atteint un niveau très bas, mais il a encore légèrement fléchi en janvier 1971. A l'heure actuelle, il présente très nettement un caractère structurel. Le nombre des offres d'emploi non satisfaites, après être passé par un maximum au premier trimestre de l'an dernier, a plafonné à un niveau élevé jusqu'à la fin de juillet et a marqué un fléchissement léger et progressif au cours des mois suivants. En raison de la tension régnant sur le marché du travail et du dynamisme de l'activité économique, la hausse des salaires s'est accélérée. Les gains horaires des travailleurs de l'industrie se sont élevés de 11,2% entre décembre 1969 et décembre 1970. Les marges bénéficiaires des entreprises ont été fortement comprimées par la vive progression des charges salariales et du prix des combustibles, que la modeste amélioration de la productivité n'a pas suffi à compenser.

A partir du début du second trimestre de 1970, un ralentissement progressif s'est manifesté dans la hausse des prix de gros industriels, dont le taux d'augmentation a fléchi, d'une année sur l'autre, de 6,6% en moyenne pour le premier trimestre à 4,3% pour le quatrième. On a pu observer une tendance analogue dans l'évolution des prix à la consommation; leur taux de progression est en effet passé, pour les mêmes périodes, de 4,3 à 3,3%. L'introduction, le 1er janvier 1971, de la taxe à la valeur ajoutée n'a eu jusqu'à présent que des répercussions limitées sur ces prix, grâce aux précautions prises par le gouvernement vers la fin de 1970. En avril 1971, les prix de détail dépassaient de 3,9% le niveau atteint un an auparavant.

Le ralentissement de l'expansion ne pouvant être interprété comme les prémices d'un renversement de la tendance fondamentale de l'économie, la banque centrale n'a pas modifié, jusqu'à l'automne de 1970, l'orientation générale de la politique de resserrement qu'elle avait mise en œuvre en 1969. Pendant les derniers mois de 1970 cependant, en présence d'un climat économique plus modéré à l'intérieur et d'une tendance à la baisse des taux d'intérêt à l'extérieur, la banque a adopté une politique moins restrictive. L'encadrement du crédit a été assoupli et le taux d'escompte abaissé, en deux étapes, de 7½ à 6½%. Les taux d'intérêt à court terme sont restés assez élevés pendant le premier semestre de 1970; par la suite, ils ont fléchi quand l'offre de capitaux sur le marché intérieur, devenue plus abondante, a commencé à dépasser la demande. Les taux à long terme ont poursuivi leur mouvement ascendant jusqu'en octobre, où ils ont atteint un maximum de plus de 8%. Ils ont ensuite fléchi, parallèlement à l'évolution du loyer de l'argent sur les places étrangères.

L'adoption de la taxe à la valeur ajoutée et le risque accru d'une hausse des coûts ne permettaient pas d'écarter l'éventualité d'une accélération de la montée des prix

compromettant l'équilibre économique. Aussi a-t-il été décidé, vers la fin de 1970, de maintenir l'encadrement du crédit jusqu'à fin mars 1971, dans le cas des crédits susceptibles d'être facilement utilisés pour financer la constitution de stocks et la consommation. Le 25 mars 1971, la banque centrale a de nouveau abaissé le taux de l'es-compte d'un demi-point, le portant à 6%, pour pallier un afflux de fonds étrangers et, en même temps, elle a prorogé jusqu'en septembre le plafonnement de l'expansion des encours. Au début d'avril, les dispositions arrêtées à la fin de l'an dernier par le gouvernement en liaison avec le passage au régime de la taxe à la valeur ajoutée, et notamment les limitations imposées au relèvement des prix, ont dans l'ensemble fait l'objet d'une prorogation. Pendant la crise monétaire de mai 1971, les autorités, au lieu de laisser le franc flotter librement sur le marché officiel des changes, ont préféré modifier le régime du double marché qui était en vigueur depuis de nombreuses années. Avec effet au 10 mai, les deux marchés des changes ont été complètement séparés, le marché officiel étant réservé aux opérations courantes, toutes les autres s'effectuant sur le marché libre. Parmi les mesures complémentaires annoncées le même jour, on relève l'interdiction faite aux banques d'ouvrir des comptes de dépôt en faveur de non-résidents, dont les avoirs seraient convertibles sur le marché des changes officiel, et celle de rémunérer les dépôts à vue convertibles de non-résidents.

#### **Pays-Bas.**

En dépit d'un durcissement des politiques budgétaire et monétaire, l'inflation a de nouveau constitué l'an dernier le trait dominant de l'évolution conjoncturelle aux Pays-Bas même si, par rapport à 1969, certains changements importants sont intervenus dans les causes fondamentales de ce phénomène. En 1969, la vive progression des prix intérieurs, déclenchée par l'introduction de la taxe à la valeur ajoutée, avait été ultérieurement accentuée par les hausses de salaires. S'ajoutant, en 1970, à ce mouvement des rémunérations, une forte augmentation des prix à l'importation et l'expansion marquée de la demande intérieure sont venues renforcer les pressions inflationnistes.

Le secteur des ménages et celui des entreprises ont été l'un et l'autre à l'origine de la recrudescence de la demande. Les revenus du travail continuant d'augmenter à un taux voisin de 10%, et les prestations de sécurité sociale étant elles aussi constamment majorées, les ménages ont pu, l'an dernier, accroître leur consommation de plus de 10% en valeur nominale. En ce qui concerne le secteur des entreprises, une évolution favorable des marges bénéficiaires — préalablement à la phase d'accélération des hausses de salaires — et la pression exercée par la demande elle-même, expliquent le gonflement de 20% des commandes de biens d'équipement. La demande étrangère s'est également inscrite en reprise, tandis que la construction de logements et les investissements du secteur public ont été freinés par les mesures prises dans le cadre de la politique restrictive. En fin de compte, la demande intérieure globale a considérablement dépassé l'offre de biens et de services en 1970, bien que la production intérieure ait fait preuve d'une élasticité surprenante. Après s'être accru de plus de 5% par an, de 1967 à 1969, le produit national brut, en termes réels, a encore progressé l'an dernier de 6%, en dépit des contraintes qui s'exerçaient sur les ressources,

et en particulier sur la main-d'œuvre, depuis le début de 1969. La croissance de la production a toutefois été moins rapide à mesure que l'année s'est avancée.

L'expansion de la production mise à part, l'offre s'est renforcée grâce à la forte progression des importations, plus importante encore que l'augmentation concomitante des ventes à l'étranger. En conséquence, la balance des paiements courants s'est sensiblement détériorée pour faire ressortir, sur la base des transactions, un déficit de FL 1.660 millions, alors qu'elle avait été à peu près équilibrée en 1969.

Depuis un an environ, les hausses accusées par les indices des prix ne donnent plus une indication très valable de l'ampleur véritable des forces inflationnistes sévissant aux Pays-Bas. D'une part, les prix de certains produits importés, en hausse sensible, sont affectés dans les indices d'une forte pondération. D'autre part, les indices ne reflètent qu'en partie la pression d'origine interne qui s'exerce sur les prix, car la réglementation prévoit que seules les majorations de certains coûts «externes» bien spécifiés – à l'exclusion, en principe, des augmentations de salaires – peuvent être répercutées sur les barèmes de vente. Néanmoins, le coût de la vie a monté de 5½% l'an dernier, avec une nette tendance à l'accélération à partir de l'été. Dans ces conditions, et comme il était prévu de porter le taux normal de la taxe à la valeur ajoutée de 12 à 14% en janvier 1971, le contrôle des prix a été renforcé en novembre et prolongé jusqu'en mars 1971. Cette mesure a été complétée, en décembre, par la limitation à 4%, pendant les six mois qui suivent l'expiration des contrats en vigueur, des améliorations de salaires prévues lors du renouvellement des conventions collectives.

En plus de cette action directe les autorités ont, en janvier 1971, majoré les impôts sur le revenu et la consommation, et procédé à des compressions dans les prévisions de dépenses publiques. En outre, le crédit à la consommation a été resserré et des limitations ont été apportées aux garanties de crédit accordées par l'Etat.

Dans le domaine monétaire, la politique restrictive a été poursuivie et le plafonnement du crédit à court terme au secteur privé a été maintenu, le taux d'expansion autorisé étant fixé à 9½% pour l'ensemble de l'année, soit légèrement moins que l'année précédente. Si les banques n'ont pas dépassé les plafonds qui leur avaient été fixés, l'encadrement du crédit a néanmoins perdu la majeure partie de son pouvoir modérateur en raison des entrées massives de capitaux venant de l'étranger. Avec FL 3,7 milliards (contre FL 0,6 milliard en 1969), cet afflux a été deux fois plus élevé que le déficit des paiements courants, contribuant ainsi notablement à l'expansion monétaire. Le financement des déficits des collectivités locales a eu de nouveau une influence expansionniste, tandis que le gouvernement central a réussi à rembourser en partie sa dette à court terme, ce qui a réduit d'autant les impulsions inflationnistes ayant leur origine dans le secteur public.

En raison de la persistance de pressions inflationnistes, les plafonds de crédit ont de nouveau été fixés pour les quatre premiers mois de 1971 quelque peu en deçà des chiffres correspondants de l'année précédente. Toutefois, si l'on veut parvenir à maîtriser l'inflation, il sera nécessaire, semble-t-il, de recourir à de nouvelles restrictions budgétaires venant s'ajouter aux mesures appliquées en janvier. Pour contribuer à modérer les revendications de salaires, le gouvernement a récemment décidé de prolonger le contrôle des prix pour une durée indéterminée.

L'abaissement du taux d'escompte – de 6 à 5½ % – au début d'avril a été pratiquement dicté par l'évolution de la situation internationale. Mais comme cette mesure semblait devoir contribuer à réduire l'afflux des fonds venant de l'étranger et qu'elle était appuyée par la limitation de l'expansion des crédits à l'économie, elle paraissait également s'inscrire dans le cadre de la politique anti-inflationniste. Bien qu'elle aille à l'encontre des exigences de la situation des paiements courants, la décision de laisser « flotter » le florin, prise début mai à la suite d'une action analogue de l'Allemagne fédérale, devrait contribuer à réduire les entrées de capitaux et les pressions inflationnistes d'origine interne.

### **Suède.**

Plusieurs facteurs caractérisent l'économie suédoise. Après avoir atteint son maximum d'intensité vers la fin du printemps de 1970, la pression de la demande a eu tendance à s'atténuer progressivement. Les problèmes de paiements extérieurs ont commencé, semble-t-il, à perdre de leur acuité et les réserves de change ont été progressivement reconstituées. En revanche, l'inflation salariale s'est intensifiée et l'économie a connu un vaste mouvement d'agitation sociale.

La plupart des composantes de la demande globale ont manifesté une vive activité au cours du premier semestre de l'année. Pendant cette période de surchauffe, le rythme de constitution des stocks a toutefois été anormalement élevé, déterminant une recrudescence des importations avant le retournement de la conjoncture à la fin du printemps. Le développement des exportations a pu être contenu, en partie du fait de la pénurie de capacités de production; par ailleurs, l'accroissement des dépenses d'investissement en installations fixes et en équipement s'est ralenti et l'activité dans la branche de la construction de logements – commandée en grande partie en Suède par les décisions des pouvoirs publics – s'est inscrite en recul. Aussi le taux de croissance du produit national brut en volume est-il tombé en 1970 à 4,4%, contre 5,7% en 1969.

Pour faire face à l'essor conjoncturel antérieur, les autorités avaient considérablement resserré la politique du crédit et décidé, en particulier, de comprimer la liquidité bancaire par une série de mesures dont la plupart sont demeurées en vigueur l'an dernier. En vue de renforcer les effets de la hausse des taux d'intérêt consécutive au relèvement, à deux reprises, du taux d'escompte en 1969, l'expansion des crédits accordés par les banques aux différentes branches de l'économie – construction de logements mise à part – fut plafonnée à 4% pour l'année 1970. Ces dispositions eurent pour résultat de restreindre rigoureusement le développement des concours bancaires jusqu'à la fin de l'année. Comme la production marquait alors le pas, les autorités ont cherché, à partir du début de 1971, à stimuler l'investissement dans les industries de transformation. Elles invitèrent les banques à affecter leurs crédits en priorité à la réalisation de cet objectif et levèrent les mesures de plafonnement des encours. Dans le souci de contribuer à éviter un amenuisement des réserves publiques de change, la banque centrale a cependant maintenu le taux d'escompte à 7%.

Le léger assouplissement de la politique monétaire a été facilité par l'aménagement de la politique financière dans un sens restrictif au cours de l'an dernier. Le taux de 10% prévu pour la taxe à la valeur ajoutée fut porté à 14% en février 1970, notamment pour les automobiles, puis à 15% en novembre pour les automobiles et les appareils ménagers et, en janvier 1971, pour les autres produits. Ce relèvement était notamment destiné à compenser les pertes de recettes fiscales résultant de la réduction des impôts dont bénéficient les petits contribuables à partir de 1971. Le gouvernement s'est employé en outre, l'an dernier, à ralentir ses dépenses et à différer une partie des commandes de l'Etat au secteur privé. Par suite de l'instauration de la taxe de 25% sur les constructions non prioritaires commencées entre mai 1970 et juillet 1971, l'activité a été pratiquement paralysée dans ce secteur. D'autres mesures visant à accentuer le resserrement furent annoncées en octobre, dont un relèvement des droits indirects sur l'essence, les spiritueux et les vins, et une majoration de la taxe sur les salaires, portée de 1 à 2% à compter du mois de janvier 1971. En conséquence, le déficit budgétaire, estimé à près de KRS 2 milliards pour l'exercice se terminant en juin 1971, a pratiquement disparu dans le projet de loi de finances pour 1971-72.

Etant donné que le ralentissement de l'activité économique en cours d'année s'est accompagné d'un fléchissement des importations pendant l'été et d'une vive progression des exportations, le déficit des transactions courantes s'est progressivement amenuisé au point de laisser la place à un excédent au dernier trimestre de 1970. La tendance à l'aggravation notée précédemment dans les termes de paiement s'est renversée et, grâce aux entrées de capitaux sous forme de crédits commerciaux, stimulées par les restrictions du crédit interne, les réserves publiques de change se sont à nouveau situées, au début de 1971, aux niveaux atteints avant les secousses de 1969. A l'effet de consolider ces progrès, les autorités se sont attachées à opérer un transfert de main-d'œuvre et de dépenses d'investissement, au détriment de la consommation publique et du secteur de la construction de logements et au profit des investissements industriels. Parmi les nouvelles mesures annoncées en janvier figure la décision d'accorder un crédit d'impôt de 10% sur les achats de machines et de biens d'équipement effectués en 1971.

Au printemps de cette année, les crédits pour les dépenses en capital fixe ont été dispensés plus libéralement, mais les taux d'intérêt sont demeurés élevés. En vue d'encourager une réduction des taux débiteurs, la Riksbank, profitant d'une conjoncture internationale favorable, a ramené le taux d'escompte de 7 à 6½% en mars, puis à 6% en avril.

L'évolution de la situation interne et la montée des prix à l'étranger sont à l'origine du climat d'inflation qui prévalait l'année dernière. La hausse des prix à l'exportation a déterminé une forte progression des bénéfices et un affaiblissement de la résistance opposée aux revendications salariales en dépit de l'atténuation des pressions exercées par la demande globale. Les gains horaires moyens ont augmenté au total de 10,6% sur l'ensemble de l'année et la hausse des coûts de production est devenue le moteur de l'inflation.

Indépendamment des mesures rigoureuses adoptées sur le plan financier, le gouvernement a recouru à des moyens directs pour freiner la course des salaires



et des prix tout en durcissant son attitude dans les négociations sur les salaires. Soucieux, au départ, de prévenir une hausse des prix avant l'entrée en vigueur du relèvement du taux de la taxe à la valeur ajoutée et de fournir une base stable aux négociations sur les salaires, il a décidé un blocage des prix des denrées alimentaires en août, pour le généraliser en octobre à l'ensemble des biens et des services.

Les efforts tendant à freiner les hausses de salaires ont été contrariés par le déclenchement de grèves «sauvages». Ces mouvements ont eu en grande partie leur source dans la hausse des prix et l'alourdissement de la fiscalité. Au début de 1971, les employés de la fonction publique ont déclenché une grève prolongée en vue d'obtenir un important relèvement de leurs traitements. Désireux d'empêcher la conclusion de conventions collectives susceptibles de provoquer une explosion générale des salaires, le gouvernement a décidé, dans ces conditions, de procéder à des lock-out puis il a interdit tout mouvement de grève pendant une durée de six semaines.

### Suisse.

L'expansion de la demande, qui avait commencé à s'accélérer au second semestre de 1969, a continué de s'accroître pendant le premier semestre de 1970. Toutefois, le rôle joué par les exportations a progressivement été repris par la demande intérieure de biens d'investissement, émanant à la fois du secteur des entreprises et de celui du logement. Un développement rapide de la consommation, tant privée que publique, a également contribué à une augmentation de la demande globale, qui est devenue manifestement excessive par rapport au potentiel productif. Comme l'économie se caractérisait déjà à la fin de 1969 par le plein emploi des facteurs productifs, les possibilités d'accroissement de la production ont été en fait assez restreintes en 1970, en raison notamment de la décision prise en mars de limiter strictement l'entrée de nouveaux travailleurs étrangers.

Néanmoins, l'expansion de la demande s'est quelque peu ralentie depuis l'été dernier: les exportations plafonnent et les projets d'investissement semblent avoir diminué, comme le montrent le fléchissement du nombre des permis de construire délivrés et une stabilisation des entrées en carnet des commandes de l'industrie mécanique. Il n'en demeure pas moins que, pour l'ensemble de l'année, la demande totale, en valeur, a été supérieure de 12% – et même de 21% pour les investissements en capital fixe – au niveau de 1969, lui-même en progrès de 11% par rapport à l'année précédente. La croissance en volume du produit national brut n'a été, en revanche, que d'environ 4,3% l'an dernier, contre 5,9% en 1969. L'écart de plus en plus grand entre la demande et l'offre a favorisé l'accumulation de pressions inflationnistes, et causé un accroissement marqué des importations, largement supérieur à celui des exportations. Aussi le déficit de la balance commerciale a-t-il doublé, atteignant FS 5,7 milliards en 1970, tandis que les prix et les coûts enregistraient leur plus forte hausse de l'après-guerre. Les prix à la consommation ont monté de 5½% en 1970; ce mouvement ascendant, qui s'est nettement accéléré à partir de l'été, traduit toutefois en partie une forte progression des prix à l'importation. Une comparaison entre le dernier trimestre de 1969 et celui de 1970 montre que, dans l'industrie, l'augmentation

des salaires est passée de 4,1 à 8,2%. Mais, là encore, l'accélération tient en partie à un élément « extérieur », à savoir l'influence des majorations de salaires, sensiblement plus fortes, accordées dans les pays voisins. Celles qui ont été octroyées en Italie, principale source de main-d'œuvre étrangère pour la Suisse, ont joué un rôle particulièrement important.

Bien qu'une telle situation appelât des mesures restrictives, les autorités n'ont pris aucune nouvelle disposition de caractère décisif après le printemps de 1970. Leur attitude reflétait, dans une certaine mesure, le point de vue selon lequel on avait laissé passer le moment le plus propice pour arrêter la surchauffe. Elle était due aussi au défaut d'instruments de politique économique appropriés. C'est pourquoi le gouvernement se propose maintenant de jeter les bases légales lui permettant de disposer d'un arsenal plus adéquat d'armes monétaires et budgétaires. En ce qui concerne la politique de la Banque Nationale, des résultats acceptables ont été obtenus par l'encadrement du crédit bancaire, mis en vigueur sur la base d'une convention-cadre conclue en septembre 1969. En décembre 1970, le taux annuel d'expansion des crédits à l'économie interne est tombé à 7,4% (pourcentage assez proche du plafond), contre 12,6% en août 1969. En outre, la banque centrale s'est efforcée de maintenir un écart de taux d'intérêt par rapport à l'étranger, afin de stimuler les exportations de capitaux. Cette politique s'est heurtée à des difficultés accrues depuis le second semestre de 1970, lorsque la baisse des taux d'intérêt sur les euro-marchés a ramené certains de ceux-ci à un niveau très proche des taux pratiqués sur le marché intérieur suisse. Les résidents du secteur non bancaire ont commencé à intensifier leurs rapatriements de fonds pour profiter des rendements élevés – pour la Suisse – des obligations nationales. Mais comme les banques ont réorienté vers l'étranger une grande partie de ces capitaux, un gonflement excessif de la masse monétaire a pu être évité.

En raison du risque d'influences monétaires perturbatrices d'origine extérieure et de la persistance de puissantes forces inflationnistes au sein de l'économie interne, la Banque Nationale a décidé en février 1971, en accord avec l'Association des Banques Suisses, de prolonger l'encadrement du crédit pour une durée d'un an, jusqu'en juillet 1972.

En avril a été promulguée une nouvelle loi monétaire, premier pas dans la voie de la modernisation du cadre juridique de la politique économique. Le principal objectif de cette loi était d'abolir les dispositions anachroniques, d'après lesquelles toute décision sur la parité du franc suisse devait être prise par le parlement et pouvait être soumise – dans un délai de trois mois – à un référendum national. Aux termes de la nouvelle loi, ce pouvoir a été transféré au gouvernement, qui pouvait désormais, après avoir consulté la Banque Nationale, prendre rapidement une décision en cas de nécessité. Celle-ci ne tarda pas à se faire sentir. L'avertissement fut donné sous la forme d'un afflux massif de dollars en Suisse, préalablement à la fermeture d'un certain nombre de marchés des changes, suivi de la décision prise par l'Allemagne fédérale de laisser le deutsche mark monter librement au-dessus de sa parité. En outre, comme elle n'avait pas été en situation d'emboîter le pas à l'Allemagne lors de la réévaluation du deutsche mark en octobre 1969, la Suisse avait maintenant l'occasion

d'agir de façon plus résolue, et le franc fut réévalué de 7,07% le 9 mai. On attend de cette mesure qu'elle contribue à renforcer le contrôle des autorités sur la monnaie et qu'elle atténue les répercussions sur l'économie nationale des hausses de prix à l'étranger.

#### **Autriche.**

Jamais, depuis dix ans, l'Autriche n'avait connu une expansion économique aussi rapide que l'an dernier. De surcroît, l'inflation des prix et des salaires a été plus faible que dans la plupart des autres pays et la balance des paiements a continué de se solder par un excédent appréciable. Le produit national brut en volume s'est accru de 7,1%, contre 6,2% en 1969, et les prix ont monté de 4,6%.

La croissance rapide de l'économie au cours de ces deux dernières années peut être attribuée en grande partie aux gains horaires, de 8,3% en 1969 et de 7,6% en 1970, réalisés par poste de travail dans la production industrielle. Le chômage n'a jamais été aussi faible et la pénurie de main-d'œuvre a constitué le goulot d'étranglement le plus courant. Pour atténuer les pressions sur le marché du travail, les autorités ont relevé de près de 40% le contingent des travailleurs étrangers, pour le porter à 75.000 personnes, ce qui correspond à 3% des effectifs.

Les salaires horaires dans l'industrie ont progressé en moyenne de 10,1% pendant l'année 1970; toutefois, l'écart s'est fortement creusé entre salaires conventionnels et rémunérations effectives. Les charges salariales par unité produite ont augmenté de 4%, alors qu'elles s'étaient inscrites en baisse pendant les deux années précédentes, mais les bénéfices des entreprises sont demeurés importants. En début d'année, l'évolution des prix s'est fortement ressentie du renchérissement des importations, malgré les dispositions tarifaires de caractère sélectif prises au lendemain de la réévaluation du deutsche mark; en mars 1970, la valeur unitaire des produits importés accusait un accroissement de 15% par rapport au niveau atteint une année auparavant. Le rythme annuel de progression des prix de gros est revenu de 5,8% en mai à 4,2% à la fin de 1970 pour remonter à 6,1% en mars 1971. Les prix à la consommation ont augmenté en moyenne de 4,4% l'an dernier et, en mars 1971, leur niveau dépassait également de 4,4% celui de mars 1970.

Sous l'effet de la recrudescence de la demande interne, les importations de biens et de services se sont gonflées de plus de 15% en termes réels, contre 9% un an auparavant. En dépit du ralentissement conjoncturel de l'activité dans les autres pays, le développement des exportations de marchandises et de services n'a que faiblement fléchi pour atteindre 15½%, ayant bénéficié de l'apport substantiel des recettes touristiques. Si le déficit commercial s'est aggravé de plus de moitié, pour s'établir à SCH 18,8 milliards, le solde de la balance des transactions courantes a accusé une variation nettement plus faible, passant d'un excédent de SCH 2,6 milliards à un déficit négligeable; ce dernier, ainsi que le léger solde passif des mouvements de capitaux, a été largement compensé par les entrées de fonds non identifiées, de sorte que l'excédent global de paiements, allocation de D.T.S. non comprise, est ressorti à SCH 1,7 milliard, soit environ un milliard de moins qu'en 1969.

Compte tenu de la situation excédentaire de sa balance des paiements et de l'état de surchauffe de son économie, l'Autriche est sortie de la crise monétaire de mai 1971 en relevant de 5,05% la valeur au pair du schilling. Elle a décidé en outre d'utiliser pleinement à l'avenir la marge de fluctuation de 1% de part et d'autre de la parité autorisée par les statuts du F.M.I. La réévaluation visait davantage à prévenir une recrudescence de la hausse des prix à l'importation — les achats de marchandises à la Suisse, à l'Allemagne fédérale et aux Pays-Bas représentent plus de 50% du volume global des importations autrichiennes — qu'à contenir l'expansion des exportations. Il était en outre important d'éviter un exode de main-d'œuvre, en particulier vers l'Allemagne du Sud. Pour le cas où un ralentissement conjoncturel marqué viendrait à se produire, le budget de 1971, établi précédemment, prévoit le déblocage de ressources extraordinaires, ce qui porterait de 9 à 12½% le taux de progression des dépenses de l'Etat d'un exercice à l'autre.

### Espagne.

Si le fait, pour un pays, d'avoir atteint les objectifs de sa politique économique est un critère de succès, on peut considérer que 1970 a été pour l'Espagne une année réussie. L'économie espagnole a, en effet, remarquablement démontré comment, en partant d'une situation caractérisée par une expansion excessive et un grave problème de balance des paiements, il est possible d'aboutir à un renforcement accentué de la position extérieure sans provoquer un affaiblissement trop prononcé de la demande interne.

Des correctifs ont été apportés, tant sur le plan monétaire que budgétaire, vers la fin de 1969 et dans les premiers mois de 1970. C'est en grande partie l'effet restrictif de ces mesures sur la liquidité qui a permis de calmer efficacement et rapidement la surchauffe et de rétablir l'équilibre de la balance des paiements. La production industrielle a continué de se développer fortement jusqu'au milieu de l'année à une cadence annuelle d'environ 10%, moins rapidement toutefois qu'en 1969, où la moyenne s'était établie à 13%. Au second semestre, les effets des mesures restrictives commencèrent, cependant, à se faire sentir et le taux de croissance fléchit sensiblement, pour atteindre 5% seulement au dernier trimestre. Sur l'ensemble de l'année, le produit national brut en volume a progressé de 6½%, contre 7½% en 1969. Le recul le plus accentué a été enregistré dans la formation brute de capital fixe, dont le rythme est tombé de 13½ à 5½%, mais la consommation des ménages s'est également ralentie. En revanche, la demande globale s'est trouvée soutenue par une augmentation de 24% des exportations.

En dépit de ce tassement de la demande interne, les prix et les salaires ont fortement monté. Les salaires, qui avaient été relevés en moyenne de 12% en 1969, ont continué d'augmenter au même rythme pendant le premier semestre de 1970; au troisième trimestre cependant, leur progression s'est brutalement accélérée pour atteindre 20% d'une année sur l'autre. Le coût de la vie a évolué de façon analogue: alors qu'il avait monté d'un peu plus de 2% seulement en 1969, il a enregistré une hausse moyenne de 5½% l'an dernier et, au dernier trimestre, son niveau dépassait

de 7½% celui de l'année précédente. Ces mouvements ont eu pour cause essentielle le desserrement, entrepris en 1969 et poursuivi en 1970, du vaste système de contrôle des salaires et des prix institué en novembre 1967, lors de la dévaluation de la peseta.

La balance des paiements a enregistré, en 1970, une amélioration spectaculaire, tant pour les opérations courantes que pour les mouvements de capitaux. Si le déficit commercial n'a que très légèrement fléchi, l'excédent des services et des transferts s'est fortement accru par suite de la progression des recettes au titre du tourisme et des envois de fonds des travailleurs émigrés, d'où il est résulté une amélioration de \$730 millions de la balance des paiements courants. Les entrées nettes de capitaux à long terme ont été supérieures à celles de 1969, et les sorties de capitaux à court terme enregistrées cette année-là ont fait place l'an dernier à des entrées d'un faible montant, ayant leur origine dans la hausse des taux d'intérêt en Espagne et dans le resserrement marqué de la liquidité interne. En conséquence, la balance générale, qui se soldait en 1969 par un déficit de \$220 millions, a fait apparaître un excédent de \$820 millions, tandis que les réserves nettes de change ont doublé, passant de \$885 millions à \$1.750 millions, abstraction faite de l'attribution initiale de D.T.S.

Comme l'économie présentait encore, à la fin de 1970, des signes d'un recul d'activité, les autorités ont, au début de 1971, orienté leur politique dans un sens résolument expansionniste. Les dépenses publiques ajournées en février 1970 avaient déjà été débloquées au milieu de l'année. Par ailleurs, l'effet exercé sur les liquidités par le régime des dépôts préalables à l'importation institué au début de l'année commençait à s'émousser, les nouveaux dépôts étant compensés par des remboursements; à partir du début de 1971, étant donné l'amélioration de la situation des paiements, le taux de ces dépôts a été réduit de moitié. En partie pour neutraliser ce nouvel apport de liquidité, les banques commerciales ont été invitées à observer, à partir du 1er mars 1971, un coefficient minimum de «liquidité immédiate» de 7½% mais, selon toute vraisemblance, cette mesure ne devrait pratiquement pas affecter leur capacité de prêt. Le taux de réescompte a été abaissé à deux reprises, en janvier et en avril, et d'autres mesures de caractère expansionniste, portant notamment sur un assouplissement des conditions de vente à tempérament, ont été décidées. Au printemps de 1971, les conditions en faveur d'une certaine accélération de l'expansion économique et du maintien d'une position extérieure satisfaisante se trouvaient donc réunies.

### **Europe de l'Est.**

L'Union Soviétique a non seulement enregistré de très bonnes récoltes en 1970, mais également une importante amélioration du rendement individuel dans l'industrie et une expansion de l'activité dans la construction; aussi le taux de croissance du revenu national est-il passé de 4,8% en 1969 à environ 8,5%, tandis que celui des investissements en capital fixe est remonté de 3½ à 9%. La priorité donnée, en 1969 particulièrement, à la réalisation des projets d'investissement explique en partie la forte progression de la production industrielle l'an dernier (8,3%); l'augmentation de l'emploi dans l'industrie n'a représenté, avec 1,2%, que la moitié du pourcentage enregistré l'année précédente. La réorganisation, au début de 1970, du secteur de la construction,

comprenant un changement dans les méthodes de gestion, a donné des résultats favorables. Le commerce extérieur a augmenté en valeur d'environ 11%, c'est-à-dire un peu plus qu'en 1969. Le revenu réel par habitant a encore progressé de quelque 5%.

Un taux de croissance du revenu par habitant à peu près égal à celui de l'Union Soviétique a été réalisé en *Bulgarie*. Dans ce pays, les efforts visant à contenir la demande interne ont été concentrés sur les investissements en capital fixe pour lesquels, après leur expansion démesurée des années antérieures, il n'a été autorisé pratiquement aucun développement en 1969 ni en 1970. Un autre objectif a consisté à renforcer la position de la balance commerciale. En fait, les échanges commerciaux s'étaient déjà soldés en 1969 par un léger excédent et comme, en 1970, les exportations ont progressé de 12%, contre 4% seulement pour les importations, le solde actif s'est élevé à \$200 millions environ. Le développement de la production industrielle s'est légèrement ralenti, parallèlement à celui de la productivité, pour s'établir à 9,3%. Le revenu national «produit», c'est-à-dire dégagé par les seuls facteurs de production, s'est accru de 7%, contre 7,9% en 1969.

En *Pologne*, le revenu national dégagé par les facteurs de production s'est accru de 6%, contre 2,9% en 1969. Le niveau de l'emploi ayant progressé de 1 ½%, l'amélioration du rendement individuel a été largement supérieure à la moyenne antérieure, en particulier dans l'industrie. La production industrielle a augmenté au total de 8,3%. Dans le secteur des biens de production, les progrès ont été de 9%; si la production des biens de consommation s'est développée de 7%, celle des industries alimentaires s'est améliorée de 1,6% seulement, en raison notamment du marasme de la production agricole qui, après avoir fléchi en 1969, a progressé de 1,9%. La plus grande partie de l'accroissement de la production globale a été absorbée en 1970 par les exportations et les investissements. La croissance des exportations s'est accélérée, passant de 10% en 1969 à 13% en 1970 – le mouvement étant particulièrement accentué pour les ventes à l'Europe occidentale et les livraisons de denrées alimentaires – tandis que le développement des importations est resté inchangé, avec un taux supérieur à 12%. Le montant brut des investissements s'est accru de 11%; ces progrès s'expliquent, pour moitié environ, par l'accumulation de stocks. La consommation de l'ensemble des secteurs privé et public a augmenté de 4%, l'expansion de la seule consommation privée s'établissant à 3 ½%. Comme le revenu réel par salarié s'est amélioré de 1,2%, le rythme d'accumulation des dépôts d'épargne et, en particulier, des encaisses, s'est notablement ralenti. Pour surmonter les difficultés de caractère structurel dans l'agriculture, les autorités ont pris des mesures d'encouragement au printemps de 1971 pour améliorer les rendements.

La croissance économique globale en *République démocratique allemande* est, avec 5,2%, restée pratiquement inchangée par rapport à 1969. L'analyse des composantes de l'offre et de la demande révèle toutefois des tensions qui se sont accumulées au cours des dernières années. La production, qui s'était accrue de 7% en 1969, a augmenté de 6,4% seulement en 1970 et les gains de productivité ont été les plus faibles de tous les pays de l'Europe de l'Est. Comme en Pologne, les résultats de l'agriculture ont été défavorables pour la deuxième année de suite. La construction a également pâti des mauvaises conditions atmosphériques, mais aussi des difficultés d'approvisionnement. Les investissements en capital fixe se sont accrus de 7% seulement, soit la moitié

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

Pays	Revenu national produit <sup>1</sup>			Production industrielle globale			Production agricole globale		
	1968	1969	1970	1968	1969	1970	1968	1969	1970
augmentations annuelles en termes réels, en pourcentage									
Albanie . . . .	11,0	11,0	6,0	19,0	11,0	7,7	2,5	10,0	5,0
Bulgarie . . . .	6,4	7,9	7,0	10,2	9,9	9,3	- 7,3	2,2	4,0
Hongrie . . . .	5,0	7,2	5,0	5,3	3,0	7,4	0,5	5,2	- 5,0
Pologne . . . .	9,0	2,9	6,0	9,4	8,9	8,3	4,4	- 4,7	1,9
République démocratique allemande	5,3	5,1	5,2	6,1 <sup>2</sup>	7,0 <sup>2</sup>	6,4 <sup>2</sup>	1,0	- 6,3	.
Roumanie . . . .	6,8	7,9	6,6	11,6	10,8	11,8	- 3,6	3,1	- 5,4
Tchécoslovaquie .	8,4	6,5	5,0	5,5	5,2	7,7	5,5	1,0	1,3
U.R.S.S. . . . .	8,3	4,8	8,5 <sup>3</sup>	8,3	7,1	8,3	4,5	- 3,3	8,7

<sup>1</sup> Produit matériel net.    <sup>2</sup> Compte non tenu des produits en cours de fabrication.    <sup>3</sup> Produit national réparti sur le plan interne.

Source: Nations Unies, Commission Economique pour l'Europe. *Etude sur la situation économique de l'Europe en 1970.*

environ du chiffre de 1969. La progression des ventes au détail est tombée de 6 à 4,2%, mais elle a été plus forte que celle des revenus nominaux. La balance commerciale a changé de sens: après s'être soldée par des excédents d'environ \$400 millions et \$200 millions respectivement en 1968 et en 1969, elle a accusé un déficit de \$150 millions.

La *Tchécoslovaquie* a réussi, en 1970, à rétablir la stabilité à l'intérieur, tout en maintenant sa balance commerciale à peu près en équilibre. Des mesures de blocage des prix ont été prises au début de 1970 et les revenus ont été soumis à une étroite surveillance; en conséquence, la hausse des salaires nominaux, qui avait atteint 7,4% l'année d'avant, n'a pas dépassé 2,6%. Les salaires réels, ainsi que la consommation privée, ont enregistré un accroissement de 1%, contre 6,1 et 7,5% respectivement en 1969. Le taux de l'épargne s'est amélioré pour la première fois depuis trois ans, tandis que le rythme de formation brute de capital fixe, qui avait constitué les années passées une autre source d'inflation, a fléchi de plus de moitié, pour être ramené à 6%, en partie par l'application d'une politique de crédit plus restrictive. Grâce à des gains de productivité plus importants, l'expansion de la production industrielle s'est accélérée, en chiffres bruts, bien que celle des livraisons au stade du consommateur se soit ralentie, revenant de 8,9% en 1969 à 7% en 1970. La production agricole est restée presque stationnaire, dépassant le niveau de l'année précédente de 1,3%, et le taux de croissance du revenu national dégagé par les facteurs de production est tombé de 6½% en 1969 à 5% l'année dernière.

En vue de stimuler la productivité, et au terme de deux années de progression rapide de l'emploi dans l'industrie, la *Hongrie* a créé, début 1970, une taxe sur les salaires, applicable à la main-d'œuvre nouvellement engagée. De ce fait, le nombre des personnes au travail dans l'industrie n'a augmenté que de 0,6%. Parallèlement, le rythme d'expansion de la production industrielle s'est accru, pour passer de 3 à 7,4%, venant ainsi fortement appuyer l'augmentation du revenu national, dont le

taux n'a fléchi que de 7,2 à 5% malgré une baisse de 5% de la production agricole, qui est revenue à peu près à son niveau de 1968. La production de céréales s'est vivement ressentie des mauvaises conditions météorologiques et des inondations, tandis que les résultats, sur le plan de l'élevage, sont restés assez voisins de ceux de l'année précédente. Dans l'ensemble, la production de l'économie hongroise a suivi l'évolution de la demande interne et externe et s'est trouvée renforcée par un développement des importations de 30% en valeur. En même temps, la progression des exportations s'est ralentie et la balance commerciale a marqué un revirement de \$350 millions, pour se solder par un déficit de \$190 millions. Les recettes en devises dégagées par le tourisme ont continué de se développer favorablement. Les revenus et les dépenses de consommation des particuliers ont progressé à une allure plus rapide qu'au cours de l'année précédente, et la consommation par habitant s'est accrue de 6%. Après s'être dégarnis en 1969, les stocks ont été reconstitués l'an dernier, tandis que les investissements en capital fixe ont connu, avec un taux d'accroissement de 15%, un développement deux fois plus rapide que l'année précédente. Pour financer les investissements, les industries orientées vers l'exportation ont eu recours aux marchés étrangers du crédit. Au début de 1971, de nouvelles mesures budgétaires ont été prises à l'effet de soutenir l'expansion économique; en outre, sur le plan du crédit, les autorités ont décidé que les nouveaux prêts seraient accordés en priorité aux entreprises les plus rentables, ainsi qu'aux industries produisant des biens d'équipement et à celles qui travaillent pour l'exportation.

L'évolution économique en Roumanie a également reflété les conditions météorologiques défavorables qui ont régné en 1970. Après trois années consécutives de quasi-stagnation, la production agricole a fléchi de 5,4%. En revanche la production industrielle a augmenté de près de 12%, la Roumanie ayant enregistré les gains de productivité les plus élevés de tous les pays d'Europe de l'Est, dus en partie à un taux élevé d'achèvement de travaux d'investissement. La formation brute de capital fixe a progressé de 9,3%, soit un tiers de plus que l'année précédente. Le rythme de l'expansion des importations s'est accéléré, passant de 8,2 à 12%, tandis que celui des exportations marquait un léger progrès pour atteindre 13½%. Le déficit commercial a quelque peu fléchi, pour s'établir à \$96 millions environ. Une réorganisation du commerce extérieur a été entreprise récemment. D'une façon générale, il est prévu de permettre aux producteurs d'entrer plus directement en relation avec les marchés extérieurs, tandis que les importations seront soumises à un examen plus minutieux en vue de déterminer les répercussions qu'elles exercent sur les capacités de l'économie interne. Il est enfin envisagé une coopération entre les entreprises nationales et étrangères en Roumanie et hors des frontières.

En Albanie, la croissance économique s'est ralentie en 1970 puisque le taux d'expansion du produit matériel net est tombé à 6%, contre 11% au cours de chacune des années 1968 et 1969.

En Yougoslavie, l'inflation des prix, provoquée par la forte progression des charges salariales enregistrée précédemment, s'est poursuivie en 1970, la demande étant devenue excessive et la balance commerciale s'étant détériorée. Les dépenses d'investissement, en progression d'un tiers par rapport à l'année précédente, et la consommation



des particuliers, stimulée par un accroissement de 25% des revenus des ménages et un développement excessif du crédit à la consommation, sont en partie à l'origine de l'essor de la demande. En même temps est intervenu un ralentissement du rythme d'expansion des ressources à l'intérieur du pays. La production industrielle s'est accrue de 9% l'an dernier, alors qu'elle avait progressé de 11% en 1969; par ailleurs, la production agricole a également fléchi dans ce pays, en grande partie du fait des dégâts occasionnés par les inondations, de sorte que le taux de croissance du produit national brut est tombé de 9,8 à 5,5%. Dans ces conditions, les autorités ont décidé de freiner l'expansion du crédit et d'appliquer une taxe spéciale à l'importation au mois de juillet. Ces mesures ont été suivies, en octobre, d'un blocage des prix, d'un durcissement des conditions de vente à tempérament et de l'introduction d'un système de dépôt préalable à l'importation. En décembre enfin, un plafond a été appliqué aux augmentations des rémunérations. Le coût de la vie a monté d'environ 11% en 1970. Etant donné que les importations et les exportations se sont développées à raison de 35% et de 14% respectivement, le déficit commercial a pratiquement doublé, pour s'établir à \$1,2 milliard; aussi, en dépit d'une forte progression des gains au titre des transactions invisibles – les envois de fonds et les recettes du tourisme ont représenté à eux seuls \$775 millions au total – la position extérieure nette de la Banque Nationale s'est détériorée et l'endettement des banques envers l'étranger s'est fortement accru.

En janvier 1971, le dinar a été dévalué de 16,7%. Aussitôt après, le système du dépôt préalable à l'importation a été aboli et la taxe à l'importation a été réduite. Pour appuyer les effets de la dévaluation, les autorités ont renforcé le dispositif de resserrement du crédit et immobilisé des ressources budgétaires. Au printemps de 1971, un train de mesures de stabilisation à plus longue échéance était à l'étude. Pendant cette période, la hausse des prix s'est poursuivie et le déficit commercial est allé en s'aggravant.

## II. MONNAIE, CRÉDIT ET MARCHÉS DES CAPITAUX.

Si l'inflation par la demande a été successivement enrayée ou freinée, à partir de la fin de 1969, dans les divers pays, les forces qui se trouvent à l'origine de l'inflation par les coûts se sont, en revanche, fortement intensifiées. Le rôle stabilisateur confié à la politique budgétaire a très largement varié d'un pays à l'autre tandis que, dans un petit nombre de cas seulement, les autorités se sont appuyées sur une politique des revenus pour régulariser le cours de la conjoncture. Du point de vue monétaire, des écarts sensibles se sont donc manifestés dans le degré de l'importance accordée aux considérations de politique interne et externe. En raison de la stagnation de leur économie, les Etats-Unis se sont orientés les premiers vers une détente des taux d'intérêt, mais le niveau auquel les taux ont fléchi ne se conciliait manifestement pas avec les nécessités de la situation extérieure du pays. En Europe occidentale et au Japon, le mouvement de désescalade des taux a été plus ou moins bien accueilli, et souvent à contrecœur. Cette attitude s'explique non seulement par l'évolution divergente de la situation économique sur les plans interne et externe, mais également par le degré plus ou moins prononcé d'autonomie monétaire dont bénéficiait chaque pays grâce à la panoplie d'instruments de politique économique à sa disposition. Les conflits entre les objectifs de politique économique ont pris de l'extension au premier trimestre de 1971, lorsque s'est accentué l'assouplissement de la politique monétaire américaine et que la baisse des taux d'intérêt s'est accélérée.

Le début du printemps de 1971 a toutefois donné le signal d'un rétrécissement de l'écart entre les taux d'intérêt. Les Etats-Unis ont exercé une pression à la hausse des taux à court terme et ont également pris des mesures de caractère limité pour compenser les sorties de fonds. En Europe occidentale, une nouvelle vague de réductions des taux d'escompte a pris naissance fin mars, avec notamment l'abaissement d'un point en Allemagne fédérale, au Royaume-Uni et en Suède, d'un demi-point en Belgique, aux Pays-Bas, en Italie et au Danemark et d'un quart de point en Espagne. Ces mesures ont toutefois été insuffisantes pour empêcher la puissante vague d'entrées de capitaux, qui a atteint son point culminant lors de la crise monétaire du début mai. Quels que soient leurs autres mérites, les ajustements de change qui ont été opérés dans le sillage de la crise devraient contribuer à renforcer, sur le plan monétaire, l'autonomie des pays concernés. Dans une optique plus large, et compte tenu des perspectives plutôt sombres qu'offre toujours l'évolution des prix et des coûts dans la plupart des pays, il peut se révéler désormais nécessaire de contenir quelque peu, voire de renverser, les tendances récentes à l'assouplissement de la politique monétaire.

### **Formation des avoirs liquides et crédits bancaires.**

Les événements survenus l'an dernier ont montré une fois de plus combien il est difficile de maîtriser l'évolution de la situation monétaire et du crédit en présence de troubles graves sur le plan interne ou externe. L'action des autorités est restée

orientée dans un sens restrictif presque tout au long de l'année dans la plupart des pays, l'Amérique du Nord mise à part. Cependant, la persistance de l'inflation par les coûts a presque inévitablement nécessité un volume de disponibilités monétaires et quasi monétaires (c'est-à-dire de dépôts à terme et d'épargne) plus important que l'année précédente. Dans ces conditions, un resserrement monétaire rigoureux aurait non seulement soumis les trésoreries des entreprises industrielles et commerciales à rude épreuve, mais il aurait aussi, d'une façon plus générale, soulevé des difficultés sur les plans politique et social. Dans plusieurs cas également, lorsque se sont répandues les craintes de voir se généraliser une crise des liquidités, il a fallu donner la priorité, du moins provisoirement, au maintien d'une situation ordonnée sur les marchés du crédit. Enfin et surtout, les mouvements massifs de capitaux survenus l'an dernier ont encore compliqué, à maintes reprises, les problèmes qui se posaient aux autorités dans la conduite de leur politique monétaire.

Le ralentissement quasi général de la croissance du produit national brut en volume et l'accélération de la hausse des prix et de l'expansion de la masse monétaire ressortent clairement du tableau de la page suivante. La masse monétaire, entendue dans un sens étroit, a progressé à un taux plus rapide dans tous les pays, à l'exception de l'Autriche, du Danemark, de l'Espagne et du Japon, dans lesquels elle s'était fortement gonflée l'année précédente. L'évolution est moins nette en ce qui concerne les disponibilités quasi monétaires du système bancaire, en général fortement influencées par les modifications dans la structure des taux d'intérêt. En Allemagne fédérale et aux Pays-Bas, le ralentissement de la formation de quasi-monnaie a été lié à la préférence accordée aux instruments du marché assortis de taux d'intérêt plus élevés. Un phénomène analogue s'est produit en Belgique, où les taux d'intérêt sur les dépôts à terme — seul type de placement à court terme accessible aux non-résidents — ont, en ce qui concerne les dépôts d'un montant élevé, été révisés en baisse à l'effet de contenir les entrées de capitaux. En Italie, où l'on a plutôt assisté à un renforcement des dépôts à vue au détriment des dépôts d'épargne, la quasi-monnaie s'est en fait inscrite en recul. Dans les autres pays, le volume des disponibilités quasi monétaires a toutefois marqué une progression très rapide, reflétant fréquemment une accumulation de moyens liquides par les particuliers au cours d'une année où l'évolution des dépenses de consommation était hésitante. Aux Etats-Unis, l'assouplissement de la réglementation des taux d'intérêt servis sur les dépôts à terme d'un montant élevé a joué un rôle déterminant, car il a permis aux banques de participer de nouveau à armes égales à la collecte de fonds.

Dans maints pays, l'objectif immédiat des restrictions de crédit l'an dernier a consisté à réduire le volume des prêts accordés au secteur privé, et c'est dans ce domaine que les résultats les plus spectaculaires ont été obtenus. Aux Etats-Unis et au Canada, toutefois, l'affaiblissement de la demande de crédits bancaires traduisait déjà un fléchissement de l'activité économique tandis qu'en Belgique il est intervenu en liaison avec l'afflux de devises. En Allemagne fédérale, au Danemark, en Norvège, aux Pays-Bas et en Suisse, en revanche, les restrictions monétaires ont été le principal facteur du faible développement des concours bancaires au secteur privé. Dans d'autres pays également, les mesures de modération ont contribué à maintenir l'expansion du crédit au secteur privé dans des limites raisonnables. En

**Système bancaire: Evolution de la situation monétaire.**

Pays	Années	Variations annuelles des principaux postes					Variation des disponibilités monétaires et quasi monétaires <sup>1</sup>	Produit national brut	
		actif			passif			variation en volume	indice dérivé des prix
		Avoirs nets à l'étranger	Crédit au secteur public	Crédit au secteur privé	Monnaie	Quasi-monnaie			
en milliards d'unités de monnaie nationale							en pourcentage		
Allemagne fédérale .	1968	10,70	11,17	30,90	5,53	34,56	17,1	7,2	1,6
	1969	— 2,98	1,59	51,22	5,96	33,76	10,1	8,1	3,5
	1970	14,65	6,97	44,04	8,79	31,26	9,3	4,9	7,4
Autriche . . . . .	1968	4,12	3,45	11,16	3,87	11,99	9,8	4,6	1,4
	1969	3,26	3,90	19,74	4,69	16,59	12,0	6,2	3,6
	1970	3,45	3,53	23,65	4,29	20,66	12,5	7,1	4,6
Belgique . . . . .	1968	— 11,00	31,60	27,30	26,00	18,30	15,7	3,6	2,4
	1969	7,50	28,50	16,10	9,80	29,50	21,9	6,5	3,6
	1970	11,10	20,70	12,80	32,40	13,10	8,0	5,5	4,3
Canada . . . . .	1968	0,33 <sup>2</sup>	0,63	2,06	1,64	1,86	14,8	4,9	3,5
	1969	0,07 <sup>2</sup>	— 0,89	2,05	— 0,69	1,41	2,6	5,1	4,7
	1970	1,46 <sup>2</sup>	0,38	1,08	1,66	1,59	11,6	3,3	4,1
Danemark . . . . .	1968	— 0,04	0,94	6,11	3,59	2,42	14,2	3,7	5,4
	1969	— 0,61	— 1,00	6,76	3,05	1,96	10,4	7,7	5,6
	1970	0,29	— 1,26	3,88	— 0,34	2,26	3,6	3,7	.
Espagne . . . . .	1968	4,88	28,82	219,73	66,30	159,54	18,8	5,7	4,6
	1969	— 17,21	16,97	271,02	89,41	178,88	18,8	7,4	3,5
	1970	46,47	28,22	226,73	41,24	214,49	15,1	6,6	5,6
Etats-Unis . . . . .	1968	0,90 <sup>2</sup>	13,80	30,40	11,90	20,60	8,9	4,7	4,0
	1969	1,30 <sup>2</sup>	— 5,70	19,30	7,80	— 12,40	— 1,2	2,8	4,7
	1970	— 2,50 <sup>2</sup>	25,50	13,40	8,10	44,60	13,4	— 0,4	5,3
Finlande <sup>3</sup> . . . . .	1968	1.006	— 419	911	486	1.176	12,4	2,3	10,7
	1969	204	— 50	2.096	472	1.478	13,0	9,9	3,2
	1970	340	— 109	2.682	818	1.962	16,4	7,3	3,1
France . . . . .	1968	— 15,72	3,26	35,95	15,84	13,77	11,6	4,8	4,6
	1969	— 9,35	3,51	22,99	0,76	16,64	6,1	7,9	7,0
	1970	13,71	— 1,33	44,13	23,41	21,62	15,0	5,8	5,4
Italie . . . . .	1968	346	1.484	2.902	2.282	1.736	12,1	6,0	1,5
	1969	— 756	1.186	4.278	3.382	1.104	12,1	5,9	4,1
	1970	305	2.467	4.138	6.802	— 518	15,1	5,1	6,2
Japon . . . . .	1968	403	759	5.094	1.786	3.270	14,8	14,4	3,7
	1969	802	500	7.336	3.128	4.119	18,5	12,1	4,1
	1970	399	185	8.790	3.077	4.761	16,9	11,5	6,3
Norvège . . . . .	1968	1,03	1,32	1,96	1,86	2,14	12,2	4,0	3,2
	1969	— 0,38	1,27	3,17	1,15	2,57	10,1	5,5	3,7
	1970	1,12	2,73	3,03	1,94	4,28	15,4	2,9	12,0
Pays-Bas . . . . .	1968	— 0,31	1,25	2,40	2,17	2,00	14,1	6,7	3,8
	1969	0,85	0,58	2,66	1,57	2,19	11,1	5,1	6,0
	1970	2,02	0,23	2,63	2,70	— 0,12	6,9	6,0	4,6
Royaume-Uni <sup>3</sup> . . . . .	1968	— 1.089	1.408	685	1.052	—	—	3,2	3,9
	1969	642	— 761	553	445	—	—	1,9	5,0
	1970	722	— 146	1.355	1.495	—	—	2,0	7,3
Suède . . . . .	1968	— 0,07	1,83	5,26	2,30	4,55	15,1	4,0	2,3
	1969	— 1,77	0,36	1,48	— 0,64	1,26	1,2	5,7	3,2
	1970	0,66	0,31	2,00	1,48	1,40	5,5	4,4	6,1
Suisse . . . . .	1968	2,55 <sup>4</sup>	0,95	8,10	4,08	5,84	13,4	4,2	3,5
	1969	0,57 <sup>4</sup>	1,42	11,20	4,30	11,53	19,3	5,9	2,7
	1970	3,04 <sup>4</sup>	0,61	8,87	4,57	8,85	13,7	4,3	4,6

<sup>1</sup> De décembre à décembre.    <sup>2</sup> Autorités monétaires seulement.    <sup>3</sup> En millions d'unités de monnaie nationale.  
<sup>4</sup> Banque Nationale seulement.

Source: F.M.I., *International Financial Statistics*.    Pour l'Allemagne fédérale, la Belgique, l'Espagne, la France et le Japon, statistiques nationales.

fait, dans la plupart des pays d'Europe occidentale – les principales exceptions étant l'Allemagne fédérale et l'Italie – ainsi qu'au Japon, ces encours ont été assujettis à des limitations quantitatives tout au long – ou presque – de l'année 1970. Au Royaume-Uni, où l'octroi de prêts bancaires en sterling a été soumis au respect de directives officielles, l'expansion du volume global des avances au secteur privé a été provoquée, en grande partie, par les facilités obtenues à l'étranger par l'intermédiaire des banques. En Suède, le développement des avances au secteur privé n'est pas tant la conséquence de l'octroi de prêts aux entreprises, qui n'ont marqué qu'une très faible progression, que des souscriptions effectuées par les banques aux emprunts immobiliers pour satisfaire à leurs obligations de réserve. En France, l'expansion vigoureuse des concours bancaires au secteur privé s'explique, en partie, par la substitution de prêts bancaires à des facilités provenant d'autres sources, à la suite de la levée de l'encadrement du crédit en octobre. En Finlande, les autorités ont légèrement assoupli leur politique du crédit à partir du moment où elles ont été en mesure de faire supporter aux banques le gros de l'effort de contrainte par le dépôt, en compte bloqué sur les livres de la banque centrale, de fonds destinés à la régularisation de la conjoncture.

L'année dernière, les encours du système bancaire envers le secteur public ont, dans la plupart des pays, soit progressé moins vite, soit diminué plus rapidement qu'en 1969. L'évolution la plus marquée est intervenue en France, où les compressions de dépenses ont permis aux pouvoirs publics de dégager un excédent budgétaire. Au Royaume-Uni, bien que le secteur public, pris dans son ensemble, ait enregistré pour la troisième année de suite une amélioration sensible de la situation nette des comptes financiers, les remboursements nets de l'endettement envers le système bancaire ont été moins importants, en 1970, que l'année précédente. Au Danemark, l'excédent de trésorerie du gouvernement central s'est sensiblement accru et a servi essentiellement à améliorer la position nette de ce dernier envers la banque centrale. En Belgique, en Finlande, au Japon, aux Pays-Bas et en Suède, le changement d'orientation reflète, à des degrés divers, une réduction des besoins d'emprunt du Trésor liée en partie à une accélération des rentrées fiscales provoquée par la poussée inflationniste et également, dans maints pays, à l'adoption, souvent tardive il est vrai, de mesures visant à aggraver la fiscalité et à comprimer les dépenses publiques. En Italie, le déficit budgétaire, qui s'est élargi à la suite notamment de retards intervenus dans les règlements et de moins-values fiscales, consécutifs aux grèves de la fin de 1969, a été financé presque en totalité sur des ressources fournies par la banque centrale. En Allemagne fédérale, les besoins de financement de l'Etat fédéral, des Länder et des communes ont été nettement plus étendus que prévu; cependant, la progression, à près de DM 7 milliards, du volume des emprunts contractés auprès du système bancaire doit être rapprochée du montant de près de DM 4,1 milliards de dépôts accumulés par le secteur public sur les livres de la banque centrale, représentant principalement le produit, immobilisé temporairement, d'une surtaxe remboursable à l'impôt sur le revenu, et les ressources du fonds de réserve anti-cyclique. Aux Etats-Unis et au Canada, le développement des créances des banques sur le secteur public traduit non seulement la détérioration de la situation budgétaire, mais également le renforcement par les banques de leur portefeuille de valeurs d'Etat, lié au tassement de la demande de crédits du secteur privé. En Norvège, les banques

## Modifications des taux d'escompte officiels depuis 1969.

Pays et date de modification	Taux d'escompte officiel en %	Pays et date de modification	Taux d'escompte officiel en %	Pays et date de modification	Taux d'escompte officiel en %
<b>Allemagne fédérale</b>		<b>Espagne</b>		<b>Japon</b>	
12 mai 1967 . . . . .	3	27 novembre 1967 . . . . .	4½	7 août 1968 . . . . .	5,84
18 avril 1969 . . . . .	4	22 juillet 1969 . . . . .	5½	1er septembre 1969 . . . . .	6,25
20 juin 1969 . . . . .	5	23 mars 1970 . . . . .	6½	28 octobre 1970 . . . . .	6
11 septembre 1969 . . . . .	6	22 janvier 1971 . . . . .	6¼	20 janvier 1971 . . . . .	5½
9 mars 1970 . . . . .	7½	5 avril 1971 . . . . .	6	8 mai 1971 . . . . .	5½
16 juillet 1970 . . . . .	7				
18 novembre 1970 . . . . .	6½	<b>Etats-Unis</b>		<b>Norvège</b>	
3 décembre 1970 . . . . .	6	18 décembre 1968 . . . . .	5½	14 février 1955 . . . . .	3½
1er avril 1971 . . . . .	5	4 avril 1969 . . . . .	6	27 septembre 1969 . . . . .	4½
<b>Autriche</b>		13 novembre 1970 . . . . .	5½		
26 octobre 1967 . . . . .	3¾	4 décembre 1970 . . . . .	5½	<b>Pays-Bas</b>	
11 septembre 1969 . . . . .	4½	8 janvier 1971 . . . . .	5½	20 décembre 1968 . . . . .	5
22 janvier 1970 . . . . .	5	22 janvier 1971 . . . . .	5	9 avril 1969 . . . . .	5½
<b>Belgique</b>		19 février 1971 . . . . .	4½	4 août 1969 . . . . .	6
19 décembre 1968 . . . . .	4½			5 avril 1971 . . . . .	5½
6 mars 1969 . . . . .	5	<b>Finlande</b>			
10 avril 1969 . . . . .	5½	28 avril 1962 . . . . .	7	<b>Portugal</b>	
29 mai 1969 . . . . .	6	1er juin 1971 . . . . .	8½	1er septembre 1965 . . . . .	3
3 juillet 1969 . . . . .	7			25 avril 1970 . . . . .	3½
18 septembre 1969 . . . . .	7½	<b>France</b>		6 février 1971 . . . . .	3½
22 octobre 1970 . . . . .	7	13 novembre 1968 . . . . .	6		
10 décembre 1970 . . . . .	6½	14 juin 1969 . . . . .	7	<b>Royaume-Uni</b>	
25 mars 1971 . . . . .	6	9 octobre 1969 . . . . .	8	19 septembre 1968 . . . . .	7
<b>Canada</b>		27 août 1970 . . . . .	7½	27 février 1969 . . . . .	8
18 décembre 1968 . . . . .	6½	20 octobre 1970 . . . . .	7	5 mars 1970 . . . . .	7½
3 mars 1969 . . . . .	7	8 janvier 1971 . . . . .	6½	15 avril 1970 . . . . .	7
11 juin 1969 . . . . .	7½	13 mai 1971 . . . . .	6½	1er avril 1971 . . . . .	6
16 juillet 1969 . . . . .	8				
12 mai 1970 . . . . .	7½	<b>Grèce</b>		<b>Suède</b>	
1er juin 1970 . . . . .	7	25 juin 1968 . . . . .	5	11 octobre 1968 . . . . .	5
1er septembre 1970 . . . . .	6½	1er février 1969 . . . . .	5½	28 février 1969 . . . . .	6
12 novembre 1970 . . . . .	6	1er juillet 1969 . . . . .	6	11 juillet 1969 . . . . .	7
15 février 1971 . . . . .	5½	15 septembre 1969 . . . . .	6½	19 mars 1971 . . . . .	6½
24 février 1971 . . . . .	5½			23 avril 1971 . . . . .	6
<b>Danemark</b>		<b>Italie</b>		<b>Suisse</b>	
29 août 1968 . . . . .	6	7 juin 1958 . . . . .	3½	10 juillet 1967 . . . . .	3
31 mars 1969 . . . . .	7	14 août 1969 . . . . .	4	15 septembre 1969 . . . . .	3½
12 mai 1969 . . . . .	9	9 mars 1970 . . . . .	5½		
20 janvier 1971 . . . . .	8	5 avril 1971 . . . . .	5		
15 avril 1971 . . . . .	7½				

ont acheté un volume considérable de titres d'Etat pour satisfaire à leurs nouvelles obligations de réserve.

En Belgique et aux Pays-Bas, la diminution des besoins financiers de l'Etat s'est accompagnée d'un recours substantiel au marché national des capitaux, la différence ayant servi en Belgique à rembourser des dettes contractées précédemment à l'étranger par l'intermédiaire du système bancaire, et aux Pays-Bas à renforcer la position nette du secteur public envers la banque centrale. Au Royaume-Uni, les pouvoirs publics ont dû, de mars à septembre 1970, effectuer des achats nets de titres d'Etat auprès du secteur privé non bancaire mais, plus tard dans l'année, ils ont commencé à opérer des ventes nettes.

Etant donné le freinage généralisé de l'expansion du crédit intérieur, les excédents de paiement, dont la progression est liée en partie à la détente monétaire aux Etats-Unis, ont fortement contribué à la création de liquidités dans presque tous les autres pays l'an dernier. Alors qu'en Allemagne fédérale, au Danemark, en Espagne, en France, en Italie, en Norvège et en Suède le montant net des avoirs en devises du système bancaire avait fléchi en 1969, le mouvement s'est brusquement inversé l'an dernier. D'autre part, l'accroissement noté en 1969 en Autriche, en Belgique, au Canada, en Finlande, au Japon, aux Pays-Bas, au Royaume-Uni et en Suisse s'est poursuivi en 1970 à un rythme plus rapide, voire sensiblement accéléré, sauf au Japon. Si l'accueil réservé à ces entrées de devises a été différent d'un pays à l'autre, il est évident que, dans certains d'entre eux, et plus spécialement en Allemagne fédérale, aux Pays-Bas et en Suisse, la tâche des responsables de la politique monétaire s'en est trouvée fortement compliquée.

### **Marchés nationaux des capitaux.**

L'activité déployée en 1970 dans le domaine des nouvelles émissions a présenté des contrastes marqués. Aux Etats-Unis et au Canada, le retour à l'aisance monétaire s'est accompagné d'un volume important d'émissions d'obligations, tant par les entreprises que par les administrations publiques. L'attitude des entreprises a été dictée par la nécessité urgente de consolider leur endettement à court terme et de reconstituer leur trésorerie. Il est toutefois permis de penser que, devant l'importance des emprunts effectués et le recul tout juste modéré des taux d'intérêt à long terme, les perspectives d'inflation ont également influé sur le comportement des emprunteurs. L'augmentation sensible des émissions d'obligations des collectivités locales s'explique, dans les deux pays, par le contrecoup du ralentissement des émissions durant la phase de resserrement du crédit. Si, aux Etats-Unis, l'activité déployée par le gouvernement dans le domaine des émissions a reflété l'ampleur des emprunts contractés de façon continue par certains organismes de crédit relevant des autorités fédérales afin de renforcer les ressources de prêts hypothécaires en faveur du logement, au Canada en revanche elle a surtout été motivée par l'obligation de financer l'accroissement des réserves de change.

On note aussi une progression importante des nouvelles émissions en Belgique, en France, au Japon et aux Pays-Bas. Dans les trois premiers pays, le changement d'orientation survenu en 1970 dans le sens d'un assouplissement des conditions d'accès au crédit, allant de pair avec l'amélioration de la situation financière, a facilité cette évolution. En France et au Japon, l'expansion des émissions, qu'il s'agisse d'actions ou d'obligations, a été le fait d'entreprises privées tandis qu'en Belgique la majeure partie des emprunts ont été effectués par des établissements de crédit du secteur public et semi-public. Aux Pays-Bas, les restrictions au crédit bancaire ont été maintenues, mais le marché financier néerlandais a attiré d'importantes quantités de capitaux étrangers. Si ces fonds ont, pour la plupart, été absorbés par les émissions de titres du secteur privé, le gouvernement central, en dépit d'une diminution de ses besoins d'emprunt, a émis un volume considérable d'obligations dans le but d'opérer une ponction sur la liquidité.

**Marchés nationaux des capitaux: Montant net des émissions.**

Pays	Années	Secteur public		Secteur privé		Emissions d'obligations étrangères	Total	Secteur privé et émissions étrangères	Total net des émissions
		Etat	Collectivités locales et organismes publics	Actions	Obligations				
en milliards d'unités de monnaie nationale								en pourcentage du P.N.B.	
Allemagne fédérale	1968	1,24 <sup>1</sup>	2,46	3,15	13,85	5,16 <sup>2</sup>	25,85	4,1	4,8
	1969	0,06 <sup>1</sup>	0,27	2,80	12,15	6,18 <sup>2</sup>	21,46	3,5	3,6
	1970	0,36 <sup>1</sup>	1,42	3,59	12,09	2,50 <sup>2</sup>	19,96	2,7	2,9
Belgique . . .	1968	18,56	24,75	22,27	30,59	0,93	97,10	5,2	9,4
	1969	17,46	26,60	20,11	24,07	2,12	90,36	4,0	7,9
	1970	11,11	37,47	19,52	39,26	.	107,36	4,7	8,5
Canada . . . .	1968	0,91	1,32	0,52	0,57	0,01 <sup>3</sup>	3,32	1,5	4,7
	1969	0,25	1,22	0,79	0,56	—	2,82	1,7	3,6
	1970	1,22	1,90	0,31	1,22	—	4,65	1,8	5,5
Danemark . . .	1968	— 0,12	.	0,13	6,85	—	6,86	7,6	7,4
	1969	— 0,14	.	0,32	8,20	—	8,38	8,1	8,0
	1970	— 0,10	.	0,26	6,83	—	6,99	6,0	5,9
Etats-Unis <sup>4</sup> . .	1968	12,50 <sup>5</sup>	9,40	4,00	14,00	1,90 <sup>3</sup>	41,80	2,3	4,8
	1969	— 4,00 <sup>5</sup>	5,00	10,40	13,80	1,30 <sup>3</sup>	26,50	2,7	2,8
	1970	15,00 <sup>5</sup>	8,00	9,80	23,40	1,40 <sup>3</sup>	57,60	3,5	5,9
France . . . . .	1968	— 0,94	0,84	3,83	5,80	—	9,33	1,5	1,5
	1969	— 1,00	0,58	7,54	6,97	—	14,09	2,0	1,9
	1970	— 1,05	1,13	8,68	10,40	—	19,16	2,4	2,4
Italie . . . . .	1968	554	660 <sup>6</sup>	473	1.835	44	3.565	5,0	7,5
	1969	353	1.113 <sup>6</sup>	681	1.865	12	4.024	4,9	7,7
	1970	245	619 <sup>6</sup>	1.011	1.738	— 2	3.612	4,7	6,2
Japon . . . . .	1968	581	163	478	1.536	—	2.758	3,9	5,4
	1969	372	173	547	1.769	—	2.861	3,9	4,8
	1970	351	183	1.027	1.936	—	3.497	3,8	4,6
Pays-Bas . . . .	1968	0,26	0,71	0,24	0,39	0,03 <sup>3</sup>	1,64	0,7	1,8
	1969	0,83	0,64	0,20	0,30	—	1,97	0,5	1,9
	1970	0,68	0,63	0,17	0,78	0,02 <sup>3</sup>	2,28	0,9	2,0
Royaume-Uni . .	1968	— 0,51 <sup>7</sup>	0,12	0,36	0,27	— 0,04	0,21	1,4	0,5
	1969	— 0,18 <sup>7</sup>	0,07	0,21	0,41	— 0,01	0,87	1,3	1,9
	1970	— 0,27 <sup>7</sup>	0,10	0,09	0,19	— 0,01	0,09	0,5	0,2
Suède . . . . .	1968	2,15	0,38	0,49	6,27	0,05	9,34	5,1	7,0
	1969	1,71	0,35	0,84	7,83	—	10,73	5,9	7,3
	1970	0,73	0,18	0,45	7,23	—	8,59	4,7	5,3
Suisse . . . . .	1968	0,16	0,61 <sup>8</sup>	0,49	2,05 <sup>8</sup>	0,82 <sup>9</sup>	4,13	4,5	5,6
	1969	0,19	0,44 <sup>8</sup>	0,81	1,90 <sup>8</sup>	0,74 <sup>9</sup>	4,08	4,3	5,1
	1970	0,03 <sup>8</sup>	0,71 <sup>8</sup>	0,52	2,36 <sup>8</sup>	0,45 <sup>9</sup>	4,07	3,8	4,6

<sup>1</sup> Variation des avoirs du marché en titres d'emprunt et en effets à moyen terme. <sup>2</sup> Montant brut des émissions étrangères, plus les contingents d'emprunts internationaux pris en charge par des établissements de crédit nationaux.  
<sup>3</sup> Montant brut. <sup>4</sup> D'après les statistiques du Federal Reserve System concernant les flux de fonds, non compris les prêts hypothécaires. <sup>5</sup> Emissions directes, y compris celles des organismes publics et les certificats de participation.  
<sup>6</sup> Y compris les emprunts indirects du Trésor. <sup>7</sup> Variation des avoirs du public en titres négociables de la dette à échéance de plus d'un an. <sup>8</sup> Y compris les émissions non placées dans le public. <sup>9</sup> Y compris les contingents d'emprunts internationaux pris en charge par des établissements de crédit nationaux.



En Suisse, le montant des émissions de valeurs mobilières a été à peu près de la même importance qu'un an auparavant, alors qu'en Allemagne fédérale, il a très sensiblement fléchi. Ces deux pays ont délibérément réduit pour un temps les émissions étrangères afin d'atténuer les tensions sur leur marché financier, laissant ainsi la porte ouverte à un élargissement des appels des entreprises nationales et du secteur public aux souscriptions d'obligations. Les augmentations de capital se sont sensiblement développées en Allemagne fédérale, mais ont accusé un fléchissement en Suisse.

Au Danemark, en Italie, en Suède et au Royaume-Uni, les nouvelles émissions ont été nettement plus réduites en 1970. Le recul le plus marqué s'est produit au Royaume-Uni, où le niveau élevé des taux d'intérêt à long terme et la lourdeur du marché des actions ont fortement dissuadé les sociétés de s'adresser au marché financier. Dans le secteur public, la contraction nette du volume des fonds d'Etat en circulation s'explique par les ventes nettes, d'une importance encore plus grande, effectuées par les établissements de crédit qui, à la place, ont procédé à des achats massifs de bons du Trésor en prévision d'un recul des taux d'intérêt à court terme. En Italie, la réduction accentuée des nouvelles émissions, au cours de la période de douze mois allant jusqu'au milieu de 1970, est intervenue par suite de la progression rapide des taux intérieurs à long terme, qui se sont alignés sur les niveaux internationaux. Dans ces conditions, les emprunteurs italiens, tant publics que privés, ont absorbé sur les marchés étrangers et internationaux près de LIT 1.100 milliards, contre un peu plus de LIT 100 milliards en 1969. Néanmoins, la Banca d'Italia a acquis, comme en 1969, l'équivalent des deux cinquièmes environ des valeurs à revenu fixe émises sur le marché national.

Au Danemark, la réduction du volume des nouvelles émissions a, dans une large mesure, constitué le contrecoup d'une concentration des nouvelles émissions sur l'année 1969, à la suite des changements apportés à la réglementation du marché des obligations. La Banque Nationale, contrairement à la ligne de conduite adoptée les deux années précédentes, a cessé d'intervenir massivement sur le marché financier en qualité d'acheteur net, tandis que le gouvernement central affectait une fois de plus une fraction de son excédent de trésorerie à l'amortissement de titres de la dette. En Suède, la diminution du total général des émissions s'explique dans une très forte mesure par le moindre recours de l'Etat aux emprunts obligataires.

#### **Emissions étrangères et émissions internationales d'obligations.**

Le montant total des émissions étrangères et internationales d'obligations a été l'an dernier, avec \$4,8 milliards, inférieur de 10% au chiffre de 1969 et d'au moins 25% au niveau exceptionnellement élevé enregistré en 1968. Le fléchissement noté par rapport à 1969 s'est réparti à peu près à égalité entre les émissions «étrangères» classiques (lancées sur un seul marché national) et les émissions «internationales» (placées simultanément sur un certain nombre de marchés). La part des émissions internationales, après s'être rapidement accrue de 1963 à 1969, s'est donc maintenue l'an dernier aux trois cinquièmes du total. Le montant global des émissions n'a pas dépassé \$1.850 millions au premier semestre de 1970, un profond marasme régnant alors sur la plupart

des marchés financiers; il est toutefois remonté fortement au cours des six derniers mois, pour atteindre \$2.915 millions, et sa progression s'est encore accélérée au début de 1971.

*Emissions étrangères.* Le recul de \$250 millions accusé l'an dernier par les emprunts étrangers, dont le montant s'est établi à \$1,9 milliard, s'explique par l'évolution en Europe occidentale, où les émissions sont tombées à \$520 millions, contre \$820 millions l'année précédente, notamment en Allemagne fédérale, où elles ont été ramenées à \$150 millions seulement, après avoir atteint en moyenne \$465 millions au cours des deux années précédentes. Afin d'atténuer les tensions sur le marché financier de la République fédérale, les émissions étrangères ont été suspendues dans ce pays pendant quatre mois environ au début de 1970, puis elles ont repris, mais seulement à une échelle modeste. En Suisse également, les tensions s'exerçant sur le marché financier ont amené les pouvoirs publics à suspendre les autorisations d'émission d'emprunts étrangers, à la fin du printemps, pour une courte période; quand, un peu plus tard, des rapatriements de capitaux jugés indésirables provoquèrent une recrudescence de la demande d'obligations, les autorisations de nouvelles émissions furent toutefois plus libéralement accordées.

Aux Etats-Unis, pays qui constitue le marché le plus important pour le placement d'obligations étrangères, le montant de ces émissions a légèrement progressé, pour atteindre presque \$1,4 milliard. Une réduction des emprunts canadiens a été plus que compensée par deux émissions lancées par des organismes internationaux qui n'avaient pas sollicité le marché américain l'année précédente. Au Japon, une émission étrangère — pour le compte de la Banque Asiatique de Développement — a été autorisée pour la première fois.

*Emissions internationales.* Le volume des nouvelles émissions internationales s'est inscrit en recul en 1970, pour s'établir à \$2,8 milliards, soit environ \$300 millions de moins qu'en 1969. Les émissions lancées par des emprunteurs des Etats-Unis, du Canada et du Japon ont subi un fléchissement notable, mais ce mouvement a été en partie compensé par un accroissement des emprunts émis par des pays et des organismes d'Europe occidentale, dont la part dans le total des emprunts internationaux, après être tombée à 25% en 1968 — année où les Etats-Unis avaient considérablement développé leurs émissions — est montée l'an dernier à 56%, contre 50% environ trois ans auparavant.

La contraction du volume des émissions des sociétés américaines et de leurs filiales, de même que la diminution des emprunts canadiens, a été en partie imputable à la détente monétaire intervenue aux Etats-Unis et au Canada. A cet égard, de nombreuses entreprises américaines désirant financer leurs investissements à l'étranger ont été en mesure de s'adresser de nouveau au marché intérieur, étant donné qu'elles n'avaient pas pleinement utilisé les possibilités qui leur étaient offertes dans le cadre des directives en vigueur sur le redressement de la balance des paiements. Tout porte à croire également que les emprunteurs de ces deux pays — de même que d'autres — ont réussi à se procurer en 1970 un montant sensiblement plus important de moyens de financement par le biais de crédits bancaires à moyen terme en euro-dollars. Il se peut,

**Emissions étrangères et internationales d'obligations:  
Emissions publiques et privées<sup>1</sup>.**

Pays ou zone d'origine des emprunteurs	Années	Emissions étrangères: marchés d'émission						Emissions internationales	Total des émissions lancées à l'étranger
		Europe				Etats- Unis	Total		
		Alle- magne fédérale <sup>2</sup>	Suisse <sup>3</sup>	Autres pays	Total				
en millions de dollars E.U.									
Europe occidentale	1967	—	77	5	82	—	82	937	1.019
	1968	99	104	14	217	—	217	792	1.009
	1969	69	123	6	197	3	201	1.317	1.517
	1970	—	111	12	123	—	123	1.471	1.594
Canada . . . . .	1967	—	—	—	—	1.172	1.172	—	1.172
	1968	63	—	—	63	1.155	1.217	38	1.255
	1969	81	—	—	81	1.104	1.185	228	1.412
	1970	—	14	—	14	890	904	142	1.046
Etats-Unis . . . . .	1967	22	49	—	71	—	71	527	598
	1968	35	139	—	174	—	174	2.059	2.232
	1969	25	134	66	225	—	225	1.032	1.257
	1970	—	98	—	98	—	98	742	840
Japon . . . . .	1967	—	—	—	—	15	15	—	15
	1968	—	14	—	14	—	14	180	193
	1969	—	—	—	—	9	9	246	255
	1970	—	12	—	12	—	12	108	120
Reste du monde .	1967	—	17	116	133	237	370	305	675
	1968	101	25	31	158	280	438	259	698
	1969	37	28	—	65	239	304	247	561
	1970	—	37	12	49	199	248	229	478
Organismes internationaux .	1967	—	14	100	114	510	624	120	744
	1968	218	50	138	405	470	931 <sup>4</sup>	40	971
	1969	207	14	30	251	—	251	40	291
	1970	150	17	57	224	300	541 <sup>4</sup>	143	684
Montant total des placements . .	1967	22	157	221	400	1.933	2.333	1.889	4.222
	1968	515	331	184	1.030	1.905	2.991 <sup>4</sup>	3.368	6.359
	1969	419	298	102	819	1.355	2.174	3.110	5.284
	1970	150	289	81	520	1.390	1.926 <sup>4</sup>	2.836	4.762

<sup>1</sup> Y compris les obligations et effets à échéance moyenne de cinq ans ou plus, mais non compris les emprunts et crédits renouvelables obtenus auprès de banques. 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. <sup>2</sup> Non compris les «Schuldscheindarlehen» (emprunts matérialisés par des certificats de dette) non négociables, qui ne sont pas placés dans le public. <sup>3</sup> Y compris les émissions des sociétés de portefeuille étrangères établies en Suisse. <sup>4</sup> Y compris des placements, d'un faible montant, effectués dans d'autres zones.

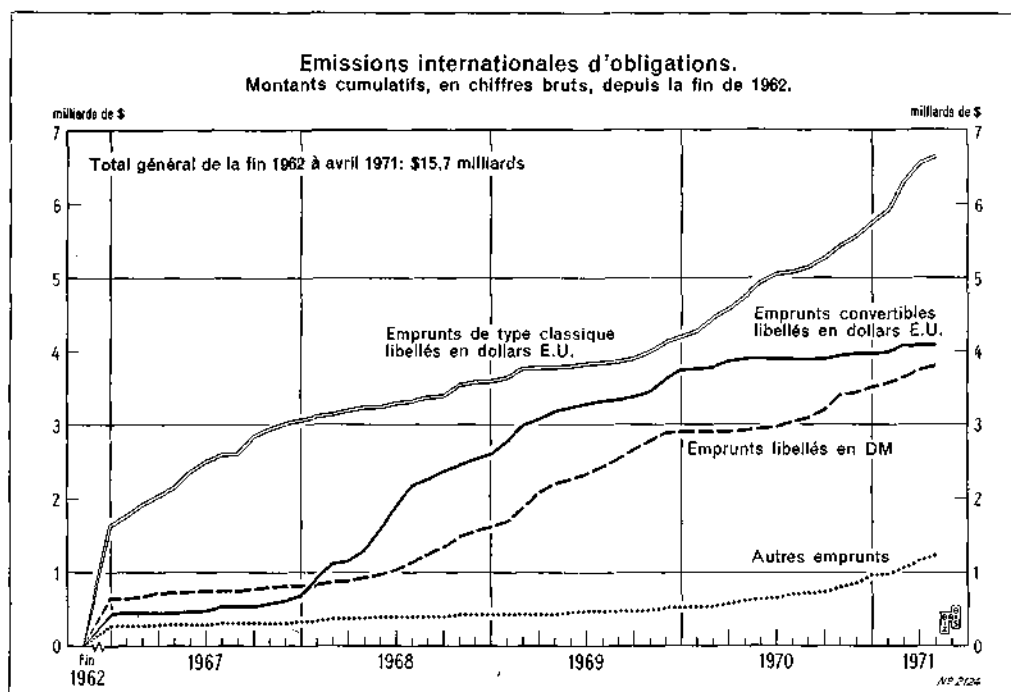
en revanche, que le fléchissement des émissions japonaises s'explique davantage par le désir des autorités d'empêcher l'excédent des paiements extérieurs de s'accroître que par l'assouplissement des conditions d'accès au crédit. A partir du printemps de 1971, il a été décidé que les autorisations d'emprunt sur les marchés extérieurs ne seraient accordées que dans la mesure où leur produit serait destiné à être utilisé à l'étranger.

En Europe occidentale, le maintien de conditions relativement strictes d'accès au crédit pendant la majeure partie ou la totalité de l'année 1970 a amené les emprunteurs à faire plus largement appel aux émissions internationales. Ce fut apparemment le cas pour le Royaume-Uni, dont les emprunts se sont élevés à \$230 millions et

aussi pour un autre gros emprunteur, la France, qui a collecté la contre-valeur de \$245 millions sur le marché international. En Italie, pays dont les émissions d'obligations ont plus que doublé pour atteindre \$340 millions, les encouragements indirects fournis par les autorités ont joué un certain rôle. Compte tenu des crédits et prêts à moyen et à long terme obtenus auprès des banques, les emprunts italiens à l'étranger ont atteint l'an dernier près de \$2 milliards. Se sont classés ensuite, par ordre d'importance, les Pays-Bas et l'Allemagne fédérale (\$170 millions et \$120 millions respectivement), les quatre pays scandinaves et l'Irlande (avec des montants s'échelonnant entre \$40 millions et \$90 millions). Les emprunts émis par des organismes européens ont atteint un montant de \$125 millions sur les \$145 millions absorbés par tous les organismes internationaux, dépassant ainsi sensiblement leur niveau de 1969.

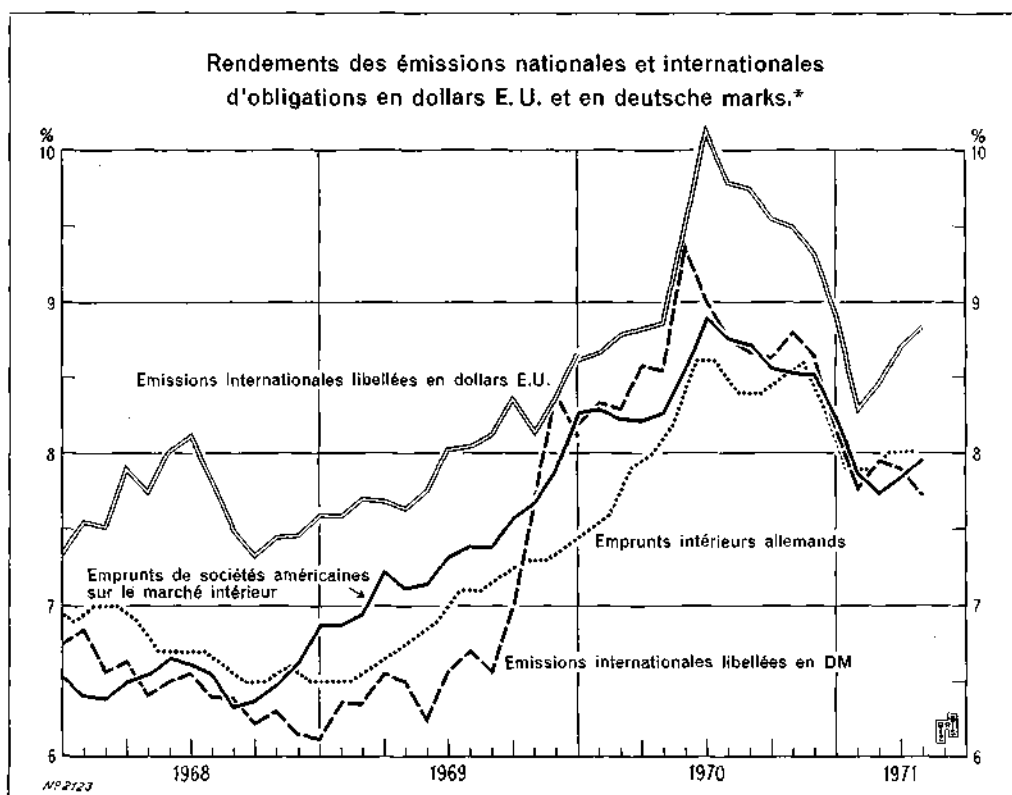
Les données tirées des balances des paiements permettent de penser qu'en 1970 les souscriptions d'obligations internationales par les résidents italiens ont été un peu moins importantes qu'en 1969 et que les résidents allemands ont considérablement réduit leurs acquisitions de titres de cette catégorie. En revanche, la baisse des taux à court terme sur le marché des euro-monnaies a probablement amené les investisseurs d'un certain nombre de pays à se tourner vers les euro-obligations.

Si l'on considère maintenant les catégories d'émission, le recul prolongé des cours des valeurs à revenu variable aux Etats-Unis, du début de 1969 au printemps de 1970, a contribué à réduire fortement les émissions d'obligations convertibles libellées en dollars. Leur total, qui s'était établi en 1968 au chiffre record de plus de \$1,9 milliard, est tombé à \$1,1 milliard en 1969 et à \$220 millions seulement l'an dernier. En revanche, les émissions classiques en dollars, qui avaient déjà connu un regain de faveur à la suite de la réévaluation du deutsche mark, se sont considérablement



développées. Dans le même temps, les émissions en deutsche marks ont pratiquement cessé pendant quelques mois après octobre 1969, mais elles ont refait leur apparition au printemps de 1970 et se sont élevées, pour l'ensemble de l'année, à \$590 millions, soit 23% de l'ensemble des émissions d'obligations classiques. En outre, les banques néerlandaises ont organisé l'émission de quelque \$320 millions de billets à cinq ans libellés en florins; ces titres, qui ne pouvaient être placés qu'auprès de non-résidents et dont le produit devait être utilisé à l'étranger, ont contribué à réduire l'afflux important de capitaux sur le marché intérieur. En 1970, plusieurs facteurs exceptionnels sont, de toute évidence, venus accroître l'intérêt des investisseurs pour les obligations classiques: l'importance grandissante de la demande de remploi liée à l'amortissement d'obligations plus anciennes, l'usage plus étendu des billets libellés en florins et l'émission d'obligations à intérêt variable, ainsi que d'obligations exprimées en unités monétaires européennes. Un autre trait caractéristique de ces dernières années a été l'apparition, sur le marché, de titres internationaux à revenu variable, mais les émissions de valeurs de cette catégorie sont tombées de \$515 millions en 1969 à \$125 millions seulement l'an dernier, les fonds de placement notamment ayant mis un terme à leur activité d'émission.

Entre l'automne de 1968 et le printemps de 1970, le rendement des obligations internationales libellées en dollars a progressé de façon assez soutenue, parallèlement à celui des obligations de sociétés américaines émises sur le marché des Etats-Unis.



\* Les taux de rendement des obligations américaines sont calculés à l'échéance finale et les autres à l'échéance moyenne.

Au printemps de 1970, comme des craintes de resserrement de la liquidité se manifestaient un peu partout, le rendement des émissions internationales est monté en flèche, allant jusqu'à dépasser 10%, et l'écart par rapport à celui des emprunts intérieurs s'est élargi; il s'est toutefois rétréci par la suite, en particulier vers la fin de l'année, lorsque le fléchissement des rendements des obligations internationales s'accéléra. Le rendement des obligations internationales en deutsche marks, qui avait fortement monté après la réévaluation de cette monnaie, a touché son point culminant au printemps de 1970, époque à laquelle il s'est approché du rendement d'obligations comparables libellées en dollars. Par la suite, un écart analogue à celui qui existait avant la réévaluation, un peu moins important il est vrai, s'est de nouveau creusé entre le rendement des obligations internationales en deutsche marks et celui des obligations en dollars. A la fin de 1970 et au début de 1971, le rendement des obligations internationales libellées en deutsche marks et celui des emprunts nationaux émis dans la même monnaie se sont harmonisés, pour évoluer ensuite de façon étroitement parallèle.

Pendant les quatre premiers mois de 1971, les émissions étrangères et internationales d'obligations ont atteint un total de \$2,2 milliards environ, dépassant ainsi de plus de 50% le montant enregistré pour la période janvier-avril 1970. En raison de l'intense activité des emprunteurs, tant américains qu'européens, les émissions d'obligations internationales ont fortement progressé, pour atteindre un volume de \$1,5 milliard, et leur part dans le total des émissions a été voisine de 70%. Au début du printemps cependant, les nouvelles émissions se sont développées à un rythme moins frénétique et, en mai, elles se sont encore ralenties sous l'influence de la spéculation monétaire et des incertitudes planant sur l'évolution des taux d'intérêt. Ces facteurs ont également exercé leurs répercussions sur le marché secondaire des obligations classiques en dollars, où le rendement est passé d'environ 8,3% en janvier à 8,8% en avril. Celui des obligations libellées en deutsche marks a marqué davantage de stabilité et a fluctué, pendant toute cette période, autour d'un niveau légèrement inférieur à 8 %.

#### **Evolution du crédit dans les différents pays.**

*Etats-Unis.* Le rétablissement progressif de l'aisance monétaire à partir du début de 1970 s'est généralement opéré selon un schéma classique. La Réserve Fédérale a mis davantage de moyens à la disposition de l'économie grâce à des opérations d'open market, et ramené le taux officiel d'escompte, en cinq étapes, de 6 à 4¾%. L'évolution de la situation monétaire a toutefois subi l'empreinte de deux orientations nouvelles de la politique mise en œuvre par les autorités. La première a consisté à mettre davantage l'accent sur la régulation des «agrégats monétaires», c'est-à-dire essentiellement la masse monétaire et le crédit bancaire, au lieu d'agir sur les réserves libres des banques (c'est-à-dire les réserves excédentaires, moins les réserves empruntées) et sur les taux d'intérêt. La seconde a consisté en des mesures destinées à aider les banques, qui avaient enregistré de lourdes pertes de ressources en 1969, à soutenir plus favorablement la concurrence dans la collecte des dépôts auprès des résidents.

**Etats-Unis: Variations des avoirs et des engagements financiers.**

Secteurs	Année	Acquisition nette d'actifs financiers					Moins: Accroissement net des engagements financiers	Egal: Excédent ou déficit (-) financier
		Monnaie <sup>1</sup>	Créances d'épargne <sup>2</sup>	Valeurs mobilières et créances sur les marchés du crédit <sup>3</sup>	Autres avoirs <sup>4</sup>	Total		
		en milliards de dollars						
Ménages . . . . .	1968	11,1	48,4	5,8	0,3	65,6	34,8	30,8
	1969	5,9	33,6	18,0	- 1,8	55,7	30,7	25,0
	1970	3,5	55,7	9,5	- 0,4	68,3	20,2	48,1
Entreprises . . . . .	1968	1,8	1,9	7,4	16,2	27,4	53,3	- 25,9
	1969	- 0,8	- 9,8	13,8	25,1	28,3	67,7	- 39,4
	1970	0,3	12,8	- 1,0	11,1	23,2	54,4	- 31,2
Etats et collectivités locales . . . . .	1968	0,7	3,2	0,4	0,7	5,0	10,5	- 5,5
	1969	3,2	- 5,9	6,1	0,6	3,9	9,0	- 5,1
	1970	1,2	9,9	- 3,8	0,4	7,7	12,9	- 5,1
Gouvernement fédéral <sup>5</sup> . . . . .	1968	- 1,7	-	8,1	4,9	11,4	19,1	- 7,7
	1969	1,1	-	11,5	2,2	15,1	6,6	8,5
	1970	2,5	-	12,6	- 0,4	14,7	26,2	- 11,5
Système bancaire <sup>6</sup> . . . . .	1968	1,9	-	42,1	3,6	47,7	45,9	1,8
	1969	0,4	-	21,9	1,7	23,9	22,2	1,7
	1970	1,9	-	33,1	8,3	43,3	41,1	2,2
Autres intermédiaires financiers . . . . .	1968	0,9	- 0,1	45,6	3,7	50,0	49,7	0,3
	1969	0,5	- 0,1	49,0	- 0,7	48,7	50,4	- 1,7
	1970	1,3	0,7	48,1	1,6	51,7	51,6	- 0,1
Etranger <sup>7</sup> . . . . .	1968	1,5	- 0,3	2,4	4,9	8,5	7,6	0,9
	1969	- 0,7	1,0	1,3	8,7	10,3	6,7	3,6
	1970	1,1	- 1,9	11,0	- 5,0	5,2	4,6	0,6
Total . . . . .	1968	16,2	53,1	111,8	34,3	215,6	220,9	- 5,3 <sup>8</sup>
	1969	9,6	18,8	121,6	35,8	185,9	193,3	- 7,4 <sup>8</sup>
	1970	11,8	77,2	109,5	15,6	214,1	210,9	3,2 <sup>8</sup>

<sup>1</sup> Monnaie en circulation et dépôts à vue. <sup>2</sup> Créances fixes sous forme de dépôts à terme et d'épargne, de participations dans les associations d'épargne et de prêt et les mutuelles de crédit, de bons d'épargne et de titres de fonds de pension et d'assurance-vie. <sup>3</sup> Obligations fédérales, obligations des Etats et des collectivités locales, actions et obligations des sociétés, titres hypothécaires, créances au titre des ventes à tempérament, crédit bancaire et autres prêts. <sup>4</sup> Crédits commerciaux, investissements directs à l'étranger et actifs divers. <sup>5</sup> Organismes de crédit bénéficiant de la garantie de l'Etat fédéral. <sup>6</sup> Comprend le Federal Reserve System ainsi que les banques commerciales et leurs filiales. <sup>7</sup> Variation nette des avoirs ou engagements financiers envers les Etats-Unis. <sup>8</sup> Ecarts statistiques.

Si la Réserve Fédérale a accordé une plus grande attention aux agrégats monétaires, elle ne se proposait nullement d'imposer le respect strict de normes préétablies, mais visait plutôt à régulariser et à déterminer leur évolution dans de meilleures conditions que par le passé. C'est ainsi qu'au début de 1970, les autorités ont envisagé tout d'abord la réalisation d'une croissance «modeste», et ensuite «modérée» des agrégats. De mai à juillet, en revanche, alors que la situation du marché a été fortement perturbée par suite de l'entrée des troupes américaines au Cambodge et de la faillite de la compagnie de chemins de fer «Penn Central», les agrégats ont été relégués au second plan des préoccupations des autorités, dont la politique a été orientée vers une atténuation des tensions sur le marché financier. D'août à octobre, leur principal objectif a de nouveau consisté à obtenir un accroissement modéré des agrégats, conjugué avec une détente sur le marché du crédit. Vers la fin de l'année, alors que les résultats ont été

quelque peu inférieurs aux objectifs en raison de la grève de la General Motors, aucune tentative de rattrapage n'a été faite dans l'immédiat pour compenser la différence.

En pratique, les autorités ont centré leur attention l'an dernier sur la masse monétaire entendue dans un sens étroit (monnaie en circulation plus dépôts à vue), étant donné notamment que les autres agrégats subissaient temporairement les effets des changements apportés à la réglementation en vigueur. Sur l'ensemble de l'année 1970, la masse monétaire s'est accrue de 5,4%, alors qu'elle avait augmenté de 3,1% au cours de l'année précédente, marquée par les restrictions de crédit. Compte tenu du fait que le produit national brut à prix courants a progressé de 4,9%, tandis que le taux de chômage atteignait 6,2% en fin d'année, l'expansion des moyens monétaires semble avoir été, jusqu'à cette époque, assez modérée. Elle s'est située en tout cas nettement en dessous du taux d'accroissement moyen (7,2%) enregistré au cours des années 1967-68 après les restrictions de crédit de 1966.

En ce qui concerne le second aspect de la politique monétaire, l'assouplissement général des conditions d'accès au crédit et la détente des taux du marché ont permis de réacheminer des fonds vers le système bancaire, qui avait été mis « hors circuit » en 1969. Trois mesures particulières ont contribué à intensifier ce processus. En janvier, les plafonds fixés par la « Réglementation Q » pour les taux d'intérêt versés sur les dépôts à échéance fixe d'un montant important ont été relevés de l'ordre de  $\frac{3}{4}$  à  $1\frac{1}{4}$  de point. En conséquence, les taux offerts par les banques pour des dépôts à plus longue échéance sont de nouveau devenus compétitifs à partir de la fin mars. Une étape plus importante a été franchie fin juin avec la suppression pure et simple du plafonnement des taux d'intérêt servis sur les dépôts à terme d'un montant élevé dont l'échéance est comprise entre 30 et 89 jours. Cette décision, dictée par la nécessité d'atténuer, grâce à un développement des prêts bancaires, les vives pressions qui s'exerçaient sur la liquidité, a été suivie d'une croissance rapide de la création de dépôts à échéance fixe. Enfin, au mois d'août, il fut décidé de soumettre à l'obligation de réserve (5% sur les ressources à terme et  $17\frac{1}{2}\%$  sur les ressources à vue) les fonds collectés par les filiales des banques par l'émission de « papier commercial » aux fins de refinancement des prêts bancaires. Le taux des réserves obligatoires ayant été simultanément ramené de 6 à 5% en ce qui concerne les dépôts à terme, les banques pouvaient soutenir plus favorablement la concurrence dans la collecte des dépôts et cesser de recourir à d'autres possibilités offertes sur le plan interne et sur l'euro-marché pour se procurer des liquidités.

Etant donné la nature particulière du resserrement monétaire en 1969 et du retour à des conditions plus faciles en 1970, l'approvisionnement des banques en ressources de prêt a subi des variations impressionnantes. En 1968, dans un climat d'aisance relative, les encours du système bancaire et des autres intermédiaires financiers représentaient plus des trois quarts du volume net des ressources prêtées sur les marchés du crédit, le reste ayant consisté en des placements effectués directement par les secteurs non financiers sous forme de valeurs mobilières, de prêts et de « papier commercial ». Pendant le deuxième semestre de 1969, marqué par un durcissement brutal de la politique monétaire, la part des concours apportés par les banques et les intermédiaires financiers ne représentait plus que deux cinquièmes du volume net



**Etats-Unis: Volume net de ressources collectées par les secteurs  
non financiers sur les marchés du crédit.**

Instrument de crédit ou secteur	1967	1968	1969 <sup>1</sup>		1970 <sup>1</sup>		1971 <sup>1</sup>
			1er semestre	2ème semestre	1er semestre	2ème semestre	1er trimestre
en milliards de dollars							
Utilisation des ressources:							
Titres du Trésor américain . . . .	13,0	13,4	-7,5	0,3	9,5	16,1	-5,3
Actions de sociétés . . . . .	2,4	-0,7	2,0	7,6	6,0	7,7	6,1
Obligations de sociétés privées et obligations étrangères . . . .	15,9	14,0	14,6	11,6	18,7	23,5	28,1
Valeurs des Etats et des collectivités locales . . . . .	8,7	9,8	11,1	5,2	9,6	14,1	26,0
Titres hypothécaires . . . . .	22,0	27,3	28,8	27,1	21,9	28,6	29,0
Crédit à la consommation . . . .	4,6	11,1	10,5	8,2	5,5	3,2	4,2
Prêts bancaires . . . . .	9,6	13,4	18,1	13,0	8,3	-2,8	1,9
Divers . . . . .	7,3	8,8	15,4	14,6	13,1	11,0	11,8
Total . . . . .	83,5	96,9	93,0	87,6	92,6	101,4	101,8
Fournies directement par:							
Gouvernement fédéral . . . . .	5,1	4,7	1,9	3,7	4,2	4,5	5,6
Système bancaire . . . . .	41,4	43,2	22,6	10,0	15,5	57,0	64,1
Autres intermédiaires financiers . .	34,4	34,2	35,4	25,5	33,8	44,9	66,2
Secteur privé autre que les organismes financiers <sup>2</sup> . . . .	-0,2	12,3	32,5	46,4	29,6	-17,4	-50,3
Etranger . . . . .	2,8	2,5	0,6	2,0	9,5	12,4	16,2
Total . . . . .	83,5	96,9	93,0	87,6	92,6	101,4	101,8

<sup>1</sup> Taux annuels ajustés.

<sup>2</sup> Y compris les Etats et les collectivités locales.

de l'ensemble des crédits distribués. En raison surtout du niveau élevé des taux d'intérêt sur le marché du crédit, les particuliers et entreprises des secteurs non financiers de l'économie, de même que les Etats et les collectivités locales, ont délaissé les dépôts bancaires au profit des placements directs en instruments du marché, dont le montant est passé de \$12 milliards seulement en 1968 à \$46 milliards, sur une base annuelle, pendant le deuxième semestre de 1969. Au deuxième semestre de 1970, ce mouvement s'est complètement renversé. Les particuliers et entreprises des secteurs non financiers se sont tournés de nouveau dans une large mesure vers les dépôts bancaires, de sorte que le système bancaire et les autres intermédiaires financiers ont fourni pratiquement la totalité des concours nets apportés aux marchés du crédit.

Par comparaison, le volume global des ressources nettes collectées sur les marchés du crédit n'a que faiblement varié. Après être revenu de \$97 milliards en 1968 à un rythme annuel de \$88 milliards pendant le second semestre de 1969, l'encours net s'est de nouveau établi à \$101 milliards sur douze mois pendant la deuxième moitié de 1970. A noter toutefois que la recrudescence de la demande de crédit a été uniquement la conséquence d'un revirement de la position du gouvernement fédéral qui, après avoir procédé sur douze mois à \$7,5 milliards de remboursements au premier semestre de 1969, a emprunté pour \$16 milliards pendant la seconde moitié de 1970. Le volume global des prêts accordés à l'ensemble des autres secteurs est tombé d'un montant supérieur à \$100 milliards au premier semestre de 1969 à \$83 milliards - chiffre

le plus faible atteint jusqu'à présent — pendant la période correspondante de 1970, et s'est maintenu à ce niveau pendant le reste de l'année.

Eu égard aux tensions exercées sur la liquidité bancaire au cours de la période précédente, la détente intervenue sur les marchés du crédit en 1970 a amené les emprunteurs à intensifier largement leurs demandes de ressources à long terme. Les émissions d'obligations de sociétés et de titres à revenu variable, ainsi que les emprunts émis par les Etats et collectivités locales, se sont développés à un rythme annuel de \$45 milliards pendant le second semestre de 1970, soit le double environ du montant de l'année précédente. Les prêts hypothécaires ont connu eux aussi une vive expansion au cours de 1970. En revanche, la demande de prêts bancaires s'est fortement inscrite en baisse et l'expansion du crédit à la consommation a continué de se ralentir.

Si l'on examine l'évolution des marchés financiers sous un autre angle, on constate que les dépôts à vue et à terme des banques commerciales (et de leurs filiales) ont progressé à raison de \$43,8 milliards en 1970, alors qu'ils avaient marqué une baisse effective de \$4,5 milliards en 1969. Or, la demande de prêts bancaires, ainsi que le crédit à la consommation se sont accrus de \$4 milliards seulement en 1970, contre \$21,1 milliards en 1969. Les banques ont fait face à cette situation en procédant notamment à l'aménagement du passif de leur bilan, sous la forme d'une réduction de \$8,7 milliards de leurs engagements en euro-dollars et en « papier commercial », postes qui s'étaient gonflés de \$11,2 milliards l'année précédente. Le solde de l'accroissement net de leurs ressources, soit environ \$36 milliards, a servi à l'acquisition de valeurs du Trésor et d'effets négociables sur le marché libre (\$11 milliards), d'obligations des Etats et des collectivités locales (\$10,1 milliards) et de divers autres actifs, y compris les valeurs hypothécaires et le « papier commercial » émis par les entreprises. Le marché hypothécaire a principalement bénéficié du soutien des associations d'épargne et de prêt et des caisses d'épargne mutuelle, dont les ressources se sont fortement accrues au cours de 1970.

Pendant les quatre premiers mois de 1971, la masse monétaire s'est développée à un rythme annuel de près de 9%, tandis que les dépôts à terme affluaient dans les banques commerciales au taux de 25%. La reprise de l'activité économique qui s'est manifestée à la suite des grèves survenues pendant le quatrième trimestre n'est certes pas étrangère à cette évolution, mais il est beaucoup plus vraisemblable qu'elle a été provoquée par l'action des autorités, de plus en plus préoccupées par la faiblesse sous-jacente de l'économie américaine. Les demandes de crédit des entreprises ont, semble-t-il, été supérieures à la normale saisonnière, mais les banques ont surtout consacré l'accroissement de leurs ressources à des placements en valeurs mobilières, et plus spécialement en obligations des Etats et des collectivités locales. Au surplus, elles ont continué à réduire leurs engagements envers leurs succursales à l'étranger de même que leurs encours sous forme de « papier commercial » émis pour leur compte par leurs filiales. Le taux des bons du Trésor à trois mois est revenu de 4¾% environ à la fin de 1970 à 3,3% seulement à la fin mars 1971. Devant cette évolution, les autorités ont exprimé des craintes de plus en plus vives que la détente monétaire n'ait été poussée trop loin et qu'en conséquence de nouveaux problèmes de gestion de la monnaie ne risquent de se poser à l'avenir avec, comme corollaire, l'apparition de tensions injustifiées dans

les autres pays. Dans ce contexte, le gouvernement a examiné l'éventualité d'un recours à des stimulants de caractère budgétaire, tandis que les autorités monétaires mettaient en œuvre de nouvelles techniques en vue de soutenir les taux à court terme, tout en exerçant une pression à la baisse sur ceux à échéance éloignée. Au milieu du mois de mai, le taux des bons du Trésor à trois mois était monté à environ 4¼%, mais le rendement des obligations à long terme s'était également tendu.

*Royaume-Uni.* Au printemps de 1970, la politique monétaire, après avoir été fortement restrictive pendant près de deux ans, a pris une orientation plus modérée. Le taux d'escompte officiel, qui avait été ramené de 8 à 7½% au début de mars, a été abaissé à 7% à la mi-avril, lors de la présentation du nouveau budget. En outre, le système d'encadrement du crédit bancaire a été modifié et remplacé par des directives préconisant un accroissement annuel et progressif des encours de 5% pour l'ensemble des grandes banques de dépôt et de 7% pour chacun des autres établissements de crédit. En revanche, les dépôts spéciaux, calculés sur le montant brut des exigibilités des banques, ont été relevés d'un demi-point, et les autorités ont fait connaître leur intention d'utiliser ces changements comme un instrument de la politique du crédit en lui donnant davantage de souplesse. Priorité devait continuer d'être accordée à l'octroi de prêts pour le financement des exportations, des investissements productifs et de l'agriculture.

Ces modifications sont intervenues dans le contexte d'un excès de capacité productive, d'une croissance ralentie, d'une étroitesse de la trésorerie des entreprises, d'un excédent persistant du budget et d'hypothèses optimistes quant à l'évolution future des salaires. On prévoyait, pour l'exercice à venir, une expansion de £900 millions du crédit à l'économie interne et un accroissement d'environ 5% de la masse monétaire au sens large du terme. En fait, bien que la croissance économique ait été inférieure aux prévisions, la masse monétaire a augmenté beaucoup plus qu'on ne l'escomptait.

La raison de ce mouvement désordonné doit être recherchée essentiellement dans l'évolution intervenue dans le secteur des entreprises. Si les sociétés industrielles et commerciales ont, pendant la majeure partie de l'année 1970, développé leurs investissements bruts en capital fixe à une cadence très nettement supérieure à celle de 1969, leur capacité d'autofinancement s'est fortement détériorée, en partie à cause de la faiblesse de la demande, mais surtout en raison de la hausse des coûts, notamment des charges salariales. Il en est résulté une forte aggravation du déficit de leurs comptes financiers, qui est passé à £975 millions, contre £300 millions en 1969 et un excédent de £175 millions en 1968.

Dans une certaine mesure, les sociétés ont pu couvrir leurs besoins importants de ressources financières grâce à un accès plus facile aux prêts bancaires en sterling et au remboursement des dépôts préalables à l'importation. On avait espéré en outre qu'elles recourraient de façon croissante au financement à long terme. Or, après s'être quelque peu détendues au début de 1970, les conditions prévalant sur le marché des capitaux ont recommencé à s'aggraver au printemps pour rester défavorables durant le reste de l'année, le rendement des obligations de sociétés tombant rarement en

**Royaume-Uni: Epargne, investissements et variations des avoirs  
et des engagements financiers.**

Postes	Années	Secteur public	Secteur étranger <sup>1</sup>	Secteur des ménages	Sociétés industrielles et commerciales	Banques	Autres établissements financiers
en millions de livres sterling							
Epargne, plus transferts nets de capitaux . . . . .	1968	2.815		2.000	3.390	220	
	1969	4.035		2.085	3.530	160	
	1970	4.915		2.525	3.255	250	
Formation intérieure brute de capital (—) . . . .	1968	— 3.850		— 1.310	— 3.215	— 370	
	1969	— 3.730		— 1.200	— 3.830	— 475	
	1970	— 4.095		— 1.320	— 4.230	— 495	
Excédent ou déficit (—) financier . . . . .	1968	— 1.030	305 <sup>2</sup>	690	175	— 150	
	1969	310	— 435 <sup>2</sup>	890	— 300	— 315	
	1970	820	— 630 <sup>2</sup>	1.200	— 975	— 245	
<i>Variations correspondantes des avoirs et des engagements financiers</i>							
Prêts des banques . . . . .	1968	— 80	— 2.855	— 40	— 525	3.540	— 45
	1969	155	— 4.860	75	— 615	5.225	20
	1970	400	— 2.595	60	— 1.065	4.200	80
Espèces et dépôts en banque . . . . .	1968	— 220	2.625	755	285	— 3.515	70
	1969	— 130	4.725	380	— 170	— 4.980	175
	1970	— 185	3.395	935	325	— 4.690	220
Flux monétaire total <sup>3</sup> . . . . .	1968	— 1.410	1.410				
	1969	745	— 745				
	1970	1.285	— 1.285				
Emprunts et investissements à l'étranger . . . . .	1968	205	— 420		185		30
	1969	30	— 145		135		— 20
	1970	295	— 195		40		— 65
Titres négociables de la dette publique . . . . .	1968	730	— 75	— 260	— 40	— 395	40
	1969	205	45	75	— 10	— 590	280
	1970	— 280	15	— 205	10	140	315
Titres non négociables de la dette publique . . . . .	1968	— 5	—	— 40	55	— 10	— 5
	1969	— 215	60	— 235	380	15	—
	1970	320	— 30	— 40	— 230	— 20	10
Dette des collectivités locales	1968	— 585	— 55	245	— 30	260	165
	1969	— 600	30	220	— 85	320	115
	1970	— 545	— 40	— 60	— 120	485	280
Créances sur d'autres établissements financiers <sup>4</sup> . . . . .	1968		— 105	2.455	25		— 2.375
	1969		—	2.535	60		— 2.590
	1970		15	3.300	— 5		— 3.315
Actions et autres valeurs mobilières <sup>5</sup> . . . . .	1968	55	— 125	— 485	— 120	70	605
	1969	15	135	— 400	— 135	35	355
	1970	5	— 65	— 860	205	65	645
Autres emprunts nationaux <sup>6</sup> . . . . .	1968	275		— 1.015	— 330	25	1.045
	1969	165		— 915	— 270	— 10	1.025
	1970	195		— 1.235	— 370	40	1.375
Postes non identifiés . . . . .	1968	—	— 95	— 925	670	345	
	1969	— 50	320	— 850	410	320	
	1970	130	155	— 575	310	145	

<sup>1</sup> Un chiffre négatif correspond à une augmentation des créances (ou à une diminution des engagements) du Royaume-Uni à l'égard du reste du monde. <sup>2</sup> Balance des biens et des services. <sup>3</sup> Correspond au total du financement officiel du secteur étranger. <sup>4</sup> Ressources nettes des fonds d'assurance-vie et de retraite, et dépôts auprès d'autres établissements financiers. <sup>5</sup> Y compris les transactions sur des parts de fonds de placement (unit trusts). <sup>6</sup> Principalement les emprunts pour achats de logements.

Source: Banque d'Angleterre.

dessous de 10½%. En l'occurrence, le total net des émissions des entreprises industrielles et commerciales a été, en 1970, de £194 millions seulement, contre £512 millions en 1969. Il est donc bien évident que les sociétés se sont tournées vers d'autres sources pour se procurer des capitaux. Dans un premier stade, comme les avances des banques étaient devenues meilleur marché par suite des réductions du taux d'escompte, elles ont multiplié leurs demandes de concours bancaires à un rythme bien supérieur à celui que prévoyaient les directives relatives aux prêts en sterling. Ultérieurement, avec l'autorisation des autorités de contrôle des changes, elles ont considérablement développé leurs emprunts en devises, aux fins de couverture de besoins intérieurs. Ces emprunts, s'ajoutant à d'autres entrées de devises, ont contribué l'an dernier au gonflement d'une ampleur inattendue de la masse monétaire.

L'action de ces tendances ainsi que les réactions des autorités ressortent largement de l'évolution de l'«Expansion du crédit intérieur» (qui correspond, pour l'essentiel, aux variations de la masse monétaire, corrigées de l'incidence de l'excédent ou du déficit de paiement). Au total, l'expansion du crédit intérieur a été de £995 millions en 1970, après avoir fléchi de £180 millions en 1969. L'élément moteur a été constitué par les prêts des banques au secteur privé, qui ont progressé de £1.110 millions, contre £480 millions seulement l'année précédente. Une fraction considérable du total de 1970 représente des emprunts effectués en devises, lesquelles ont été converties en livres pour utilisation dans le Royaume-Uni.

Les besoins d'emprunt du secteur public, après être tombés en deux ans de £1.825 millions à -£ 475 millions en 1969, sont revenus l'an dernier à un chiffre positif de £10 millions. Ce renversement n'a pas été provoqué par une détérioration de la position financière (épargne moins investissements) du secteur public dont l'excédent est, au contraire, passé de quelque £310 millions en 1969 à £820 millions. Il a plutôt résulté en grande partie du fait que les recettes procurées l'an dernier par les dépôts prélabiles à l'importation ont fait place au remboursement de ces derniers.

Bien que ses besoins de financement aient été d'une importance négligeable en 1970, le secteur public a fait appel, à concurrence de quelque £1.385 millions, au marché britannique, et a remboursé la dette extérieure à raison d'un montant presque égal. Les cessions nettes de titres de la dette publique au secteur privé non bancaire

Royaume-Uni: Expansion du crédit intérieur.

Postes	1967	1968	1969	1970
	en millions de livres sterling			
Besoins d'emprunt du secteur public* . . . .	1.825	1.315	- 475	10
Cessions nettes de titres de la dette publique au secteur privé non bancaire (-)* . . . .	- 625	- 75	- 340	- 150
Prêts bancaires au secteur privé . . . . .	540	530	480	1.110
Prêts bancaires en sterling à l'étranger . . . .	25	140	150	25
Expansion du crédit intérieur . . . . .	1.765	1.905	- 180	995

\* Le montant des emprunts du secteur public, diminué des cessions de titres d'emprunt du secteur public au secteur privé non bancaire, est égal aux variations de la circulation monétaire, augmentées des emprunts du secteur public aux banques et de son financement extérieur net.

(qui figurent en chiffres négatifs dans le tableau «Expansion du crédit intérieur») ont porté sur £150 millions seulement, soit moins de la moitié du chiffre de 1969. En outre, des ressources ont été obtenues, non seulement par un accroissement de £320 millions de la circulation monétaire, mais aussi sous la forme de concours bancaires, d'un total de £915 millions, succédant à un désendettement de £365 millions en 1969. Ce renversement de situation s'explique essentiellement par les variations intervenues dans le portefeuille de titres de la dette publique des banques, tant en raison de l'afflux de devises que du rythme élevé de formation des dépôts. Ainsi, après avoir en 1969 réduit de £590 millions leur portefeuille de valeurs d'Etat, les banques ont effectué, l'an dernier, des achats nets à concurrence de £140 millions, résultant de l'acquisition de £550 millions de bons du Trésor, compensée par une réduction de £410 millions du portefeuille de fonds d'Etat. De plus, et contrairement à 1969, le Département bancaire de la Banque d'Angleterre a, l'an dernier, considérablement étoffé son portefeuille de valeurs d'Etat, et les banques ont accru leurs avances aux collectivités locales et aux entreprises nationalisées.

Au cours des trois derniers trimestres de 1970, les autorités monétaires ont éprouvé des difficultés considérables pour réaliser leur objectif consistant à empêcher une expansion excessive du crédit à l'économie interne. Après la présentation du budget d'avril 1970 et jusqu'aux élections de juin, le climat s'est sensiblement détérioré sur le marché des fonds d'Etat, en raison des craintes de voir se poursuivre le puissant mouvement d'inflation, et à cause de l'incertitude qui pesait sur l'évolution future des comptes extérieurs. Bien qu'ayant laissé le rendement des valeurs d'Etat à long terme s'élever à près de 10% en juin, les autorités absorbèrent quelque £85 millions de fonds d'Etat cédés par des résidents autres que les banques. Le marché a fait preuve de meilleures dispositions après les élections et la fin de la grève des dockers, mais des achats de fonds d'Etat précédemment détenus en dehors du système bancaire ont encore été effectués, au cours du troisième trimestre, à concurrence de £170 millions, un volume important de titres de cette catégorie venant à échéance en septembre. En juillet, les autorités ont dû adresser aux banques des remontrances pour avoir déjà accru leurs encours en sterling à une cadence plus rapide que celle qu'impliquaient les directives pour l'année entière. Il est apparu toutefois que la contrainte la plus sévère imposée à la politique monétaire était la persistance d'une hausse rapide des salaires. En octobre, bien que ce mouvement se poursuivît à un rythme accéléré, les autorités ont annoncé qu'elles n'envisageaient pas de prendre des mesures monétaires «draconiennes» et qu'elles se borneraient à relever d'un point le taux des dépôts spéciaux, afin de réduire la liquidité bancaire. La politique de resserrement modéré a encore été confirmée en janvier 1971, quand le Chancelier de l'Echiquier déclara que son but n'était pas de fournir passivement les moyens monétaires nécessaires pour financer le taux actuel d'inflation, «mais un peu moins». Cette déclaration laissait entendre qu'il ne comptait pas seulement sur le resserrement monétaire pour contrecarrer l'inflation salariale.

Au total, la masse monétaire s'est renforcée en 1970 de £1.520 millions, soit de près de 9½%, contre 3% seulement en 1969. Cet accroissement a sensiblement dépassé l'expansion du crédit à l'économie interne, qui a atteint £995 millions, la différence étant imputable à l'excédent extérieur.

Au premier trimestre de 1971, les entrées de devises ont été particulièrement importantes, en partie à cause des emprunts en monnaies étrangères auxquels les entreprises ont procédé pour faire face aux besoins saisonniers de liquidités, mais aussi en raison du niveau relativement élevé des taux d'intérêt au Royaume-Uni. Pour freiner les emprunts des sociétés, il a été décidé en janvier que les crédits en devises ne seraient désormais accordés que pour une durée de cinq ans au moins, la couverture à terme n'étant autorisée que pour les six derniers mois. Par la suite, les capitaux étrangers sont venus, en grande partie par l'intermédiaire des établissements financiers, alimenter le marché des valeurs dorées sur tranche où, d'une façon plus générale, la conviction de plus en plus répandue d'une baisse prochaine des taux d'intérêt attirait un volume considérable d'ordres d'achat. Entre janvier et mars, les autorités ont vraisemblablement vendu environ £1.250 millions de fonds d'Etat au total. En outre, le fait que ces ventes ont été effectuées en grande partie au secteur non bancaire a contribué à ralentir la croissance de la masse monétaire et l'expansion du crédit intérieur.

En présentant le nouveau budget, le Chancelier de l'Echiquier a annoncé un assouplissement des directives sur le crédit, autorisant pour le moment une progression de 2½% par trimestre des avances en sterling. Selon toute vraisemblance, cette mesure devrait inciter les sociétés à renoncer aux emprunts en devises pour se tourner de nouveau vers les crédits en livres sterling; la réduction d'un point du taux officiel de l'escompte, au début d'avril, permet d'envisager un renforcement de cette tendance. De plus, la diminution de l'impôt sur les bénéfices des sociétés a apporté un certain soulagement aux entreprises, qui pouvaient également espérer profiter d'une accélération des dépenses de consommation. Mais une difficulté subsiste du fait que tout effort tendant à contrôler la masse monétaire ne peut être efficace que s'il est fortement étayé par une politique des revenus.

En mai, les autorités ont fait connaître les grandes lignes d'un projet préconisant une série de réformes profondes des techniques de contrôle monétaire. En principe, ces propositions impliqueraient un abandon du régime de l'encadrement du crédit, qui constitue une entrave à la concurrence et au progrès, en faveur d'un recours au mécanisme des prix en tant que régulateur de la répartition du crédit bancaire. A l'avenir, par conséquent, les autorités «s'efforceraient d'influencer la structure des taux d'intérêt en exerçant un contrôle général sur la liquidité de l'ensemble du système bancaire». Les coefficients de trésorerie et de liquidité actuellement appliqués aux «clearing banks» de Londres et aux banques écossaises seraient remplacés par un taux uniforme de réserve applicable à l'ensemble du système bancaire. En regard de ce coefficient fixe, les systèmes des «dépôts spéciaux» (special deposits) et des «dépôts de liquidités immédiates» (cash deposits) seraient unifiés et utilisés avec plus de souplesse, conjointement avec les instruments d'action sur les taux d'intérêt. Le nouveau coefficient de réserve serait fixé par rapport aux engagements en sterling à l'égard du secteur non bancaire, y compris les livres sterling résultant de la conversion de devises en monnaie britannique, et les actifs de réserve comprendraient les encaisses et les éléments d'actif que les autorités seraient normalement disposées à convertir en avoirs liquides, notamment l'argent au jour le jour sur le marché monétaire, les bons du Trésor, les effets des collectivités locales admis au réescompte et, jusqu'à

concurrence d'un certain pourcentage, les effets de commerce ainsi que les titres du gouvernement britannique à un an au moins d'échéance. Il est en outre proposé que les «clearing banks» abandonnent les accords collectifs qui les lient en matière de taux d'intérêt, sauf en ce qui concerne la rémunération des dépôts d'épargne. En général, ces propositions placeraient toutes les banques du Royaume-Uni sur un pied d'égalité en matière de concurrence, tant pour leur activité en sterling que sur le marché des euro-monnaies. Dans le contexte des nouvelles propositions de réforme monétaire, mais avec effet immédiat, la Banque d'Angleterre a modifié sa politique d'intervention sur le marché des fonds d'Etat. Alors que, jusqu'à présent, elle s'était normalement tenue prête à absorber des titres de cette catégorie à un prix qu'elle fixait toutefois de son propre choix, elle ne se considère plus obligée désormais de soutenir systématiquement le marché des valeurs dorées sur tranche ayant une échéance supérieure à un an. Ainsi, la Banque d'Angleterre «n'a pas normalement l'intention de permettre aux banques d'alléger plus aisément leur portefeuille de fonds d'Etat, même si leurs cessions devaient provoquer temporairement un affaiblissement très marqué du marché».

*Canada.* Les pressions qui n'ont cessé de s'exercer sur les coûts et les prix ont amené les autorités à maintenir une politique monétaire restrictive au début de 1970, bien que la demande se soit atténuée quelques mois auparavant. Cependant, en liaison avec l'évolution aux Etats-Unis, les taux d'intérêt avaient déjà amorcé, vers la fin de 1969, un mouvement de recul qui s'est poursuivi jusqu'au commencement de 1971. Une détente s'est clairement manifestée à partir du second trimestre lorsqu'il fut permis à l'excédent de paiement de répercuter ses effets expansionnistes sur la liquidité interne. L'afflux massif d'entrées de devises durant cette période a toutefois menacé de remettre en cause le moment choisi pour procéder à un assouplissement et l'ampleur à lui donner. Si la libération du cours de change du dollar canadien à la fin mai a rétabli une certaine autonomie sur le plan monétaire, les autorités étaient déjà toutefois résolues, pour des raisons d'ordre interne, à hâter le retour à des conditions plus faciles d'accès au crédit. De mai 1970 à février 1971, le taux d'escompte fut abaissé, en six étapes, de 8 à 5¼%, et ce mouvement se trouva appuyé par un renversement de la situation des finances publiques, l'exécution du budget de l'Etat faisant apparaître un déficit de \$165 millions en 1970, contre un excédent de \$610 millions en 1969.

Le réaménagement de la politique économique s'est traduit par un fort accroissement du total des avoirs et des engagements du système bancaire, qui se sont développés au taux de 13½% environ, sur une base annuelle corrigée des variations saisonnières, pendant les neuf mois se terminant en décembre 1970, alors que la progression avait été négligeable au cours des neuf mois précédents. La part représentée dans ce total par les prêts aux entreprises s'est accrue moins rapidement que précédemment, alors que les prêts personnels ont amorcé une accélération au milieu de 1970, après avoir pratiquement plafonné pendant douze mois. Au cours des trois derniers trimestres de 1970, le volume global des encours s'est accru au taux annuel de 6,1% seulement, tandis que les actifs liquides (constitués pour l'essentiel sous la forme de titres d'Etat) ont fait un bond en avant de 31½% et que les autres valeurs en portefeuille ont également accusé une augmentation fort importante. Ainsi, après avoir



allégé leur portefeuille-titres d'environ \$0,5 milliard en 1969, les banques à charte l'ont étoffé de la contre-valeur de près de \$2 milliards en 1970.

Le volume net des nouvelles émissions de valeurs mobilières (y compris celles libellées en devises) s'est élevé à près de \$6 milliards en 1970, soit approximativement \$1 milliard de plus qu'en 1969. Les emprunts publics se sont taillé la part du lion, avec un total de plus de \$4 milliards. Les autorités centrales ont en particulier développé sensiblement leurs appels au marché, recueillant près de \$2 milliards de ressources. Les émissions d'obligations de sociétés privées se sont, elles aussi, sensiblement amplifiées par rapport à 1969, mais cette progression a été plus que compensée par le fléchissement des augmentations de capital et des nouvelles émissions d'effets à court terme. En raison de l'évolution des taux d'intérêt et de la préférence accordée, à l'instigation directe des autorités, aux sources internes de financement, le montant net des émissions nouvelles en devises a fléchi à \$600 millions, contre \$1.710 millions en 1969 et \$1.550 millions en 1968. Les cessions de titres sur le marché interne sont passées de \$3 milliards en 1969 à \$5,1 milliards l'an dernier, en grande partie à cause du revirement d'attitude des banques, qui sont devenues acheteurs nets d'obligations pour des montants considérables.

De 1969 à 1970, le volume net de fonds collectés par les secteurs non financiers sur les marchés du crédit a marqué un fléchissement légèrement supérieur à 5%. Sur l'ensemble des ressources obtenues par les pouvoirs publics, les trois quarts ont dû être affectés au financement du renforcement des réserves de change. L'encours au titre des crédits à la consommation et des prêts hypothécaires a, l'an dernier, ralenti sa progression. Le déficit de trésorerie des entreprises s'est, à n'en pas douter, aggravé sous l'effet combiné de l'accroissement des dépenses en capital et des répercussions défavorables, sur les marges bénéficiaires, de l'inflation des salaires et de la hausse du cours du dollar canadien sur le marché des changes. Pourtant, elles ont réduit leurs appels à l'emprunt et il semble qu'elles aient à la place prélevé sur leurs actifs financiers à court terme, en particulier sur leurs dépôts en devises. Toutefois, afin de renforcer leur position de liquidité, elles ont modéré leurs recours aux nouveaux prêts

Canada: Volume net de ressources collectées par les secteurs  
non financiers sur les marchés du crédit.

Secteurs	1968	1969	1970	Variation de la collecte nette	
				1968-69	1969-70
	en millions de dollars canadiens				
Consommateurs . . . . .	1.215	1.265	660	50	— 605
Emprunteurs sur hypothèques <sup>1</sup> . . . . .	1.230	1.595	1.330	365	— 265
Entreprises non financières <sup>2</sup> . . . . .	2.650	3.765	2.600	1.115	— 1.165
Administrations provinciales et collectivités locales <sup>3</sup> . . . . .	2.250	2.260	2.100	10	— 160
Gouvernement du Canada <sup>4</sup> . . . . .	1.110	280	1.990	— 830	1.710
Total . . . . .	8.455	9.165	8.680	710	— 485

<sup>1</sup> A l'exclusion des prêts hypothécaires, en chiffres nets, accordés par les pouvoirs publics et les organismes dépendants. <sup>2</sup> Agriculture non comprise. <sup>3</sup> Ne comprend pas l'encours du gouvernement central, mais inclut les valeurs mobilières achetées par les Caisses de placements des régimes de pensions du Canada et du Québec. <sup>4</sup> A l'exclusion des nouveaux emprunts nets en devises.

bancaires et à l'émission de papier à court terme, tout en développant leurs emprunts à long terme sur le marché des valeurs à revenu fixe.

Au début de 1971, les autorités ont continué d'orienter leur politique dans un sens expansionniste en vue d'accompagner la croissance de l'activité – qui donnait des signes évidents de reprise depuis le quatrième trimestre de 1970 – et de contribuer à résorber les poches de chômage. Les conditions d'accès au crédit à l'économie ont encore été assouplies et un collectif budgétaire comprenant de nouvelles mesures de relance a été approuvé à la fin de 1970.

*Japon.* Alors que l'économie en était à sa cinquième année d'expansion soutenue et que la balance des paiements courants se soldait par un excédent important, la politique du crédit s'est orientée vers le resserrement à partir de septembre 1969. Le taux d'escompte officiel a été relevé et les directives concernant la position nette de liquidité des banques des grands centres et des établissements de crédit à long terme ont été renforcées, afin d'éviter une expansion trop rapide de leurs encours. L'activité de prêt des banques des grands centres, qui sont les plus touchées par les restrictions de crédit, s'est ralentie par la suite mais, pour l'ensemble des établissements financiers, l'encours a continué de progresser fortement jusqu'en été 1970. C'est alors que les autorités décidèrent d'infléchir leur politique monétaire dans un sens libéral, du fait principalement que la production commençait à se ressentir d'une accumulation excessive des stocks.

Au cours de l'année 1970, la Banque du Japon a progressivement assoupli ses directives sur l'accroissement des encours des banques des grands centres, les limites étant fixées pour le premier trimestre à 105%, pour le second à 109%, pour le troisième à 111% et pour le dernier trimestre à 116% de l'augmentation notée durant les périodes correspondantes de 1969. A partir de juin, elle a fourni aux banques opérant sur le marché des changes des ressources en yens non imputées sur le contingent de réescompte et d'avances; ces facilités, consenties aux taux officiels de l'escompte et des avances, devaient être consacrées au financement des importations et se substituer aux prêts en devises obtenus à l'étranger par les importateurs. En outre, étant donné l'apaisement de la conjoncture, le taux officiel de l'escompte a été abaissé de 6¼ à 6% en octobre.

Le gouvernement central a sensiblement accru, en 1970, son excédent budgétaire qu'il a utilisé en partie pour réduire ses émissions de valeurs mobilières et accroître son propre portefeuille-titres. De plus, sa position à l'égard de la banque centrale au titre de l'évolution de son budget général s'est redressée de Y 515 milliards; cette amélioration a largement compensé l'effet exercé sur la liquidité bancaire par l'accroissement des réserves officielles de change. Dans ces conditions, la Banque du Japon a apporté son concours aux banques en leur fournissant des liquidités supplémentaires sous forme d'avances et d'achats de valeurs mobilières dont le montant, y compris celui des ressources fournies pour encourager les emprunteurs à s'adresser de préférence au marché intérieur, est passé de Y 885 milliards en 1969 à Y 1.335 milliards en 1970. Mais, comme la pression sur la liquidité bancaire a persisté pendant la majeure partie de l'année, le taux de l'argent au jour le jour s'est maintenu à 8¼–8½% jusqu'à l'automne, puis a fléchi à 6½% en avril 1971.

**Japon: Variations des avoirs et des engagements financiers.**

Postes	Années	Secteur des entreprises	Secteur des ménages	Etat	Entreprises du secteur public et collectivités locales	Système bancaire	Autres établissements financiers	Reste du monde <sup>1</sup>
en milliards de yens								
Excédent ou déficit (—) financier . . . . .	1968	- 2.910	4.670	80	- 1.455			- 375
	1969	- 3.455	5.180	380	- 1.340			- 765
	1970	- 4.495	5.750	1.050	- 1.580			- 725
<i>Variations correspondantes des avoirs et des engagements financiers<sup>2</sup></i>								
Monnaie et dépôts à terme . .	1968	1.990	4.870	- 995	155	- 4.325	- 1.700	
	1969	3.065	6.525	- 1.190	220	- 5.235	- 3.385	
	1970	3.670	6.715	- 1.400	210	- 5.685	- 3.510	
Créances sur les compagnies d'assurance et les fonds de placement . . . . .	1968	130	1.515	- 235	5	-	- 1.415	
	1969	165	1.815	- 280	5	10	- 1.705	
	1970	185	2.175	- 360	10	25	- 2.035	
Valeurs mobilières (en chiffres nets) . . . . .	1968	- 370	620	- 380	- 890	600	565	
	1969	- 445	1.045	- 75	- 880	255	335	
	1970	- 770	1.420	340	- 820	125	65	
Prêts . . . . .	1968	- 5.610	- 1.865	1.505	- 635	3.650	2.960	
	1969	- 7.865	- 2.715	1.705	- 650	4.650	4.875	
	1970	- 9.420	- 3.240	2.115	- 965	5.700	5.810	
Réserves officielles . . . . .	1968							- 320
	1969							- 220
	1970							- 280
Autres créances sur l'étranger (nettes)	1968	- 55		90	- 50	115	-	- 90
	1969	- 210		165	- 20	525	-	- 595
	1970	- 95		170	15	220	10	- 515
Transactions diverses <sup>3</sup> . . . .	1968	1.005	- 470	90	- 40	- 40	- 410	30
	1969	1.830	- 1.485	55	- 20	- 200	- 120	50
	1970	1.930	- 1.315	185	- 30	- 385	- 210	70

<sup>1</sup> Un chiffre négatif correspond à une augmentation des créances (ou à une diminution des engagements) du Japon à l'égard du reste du monde. <sup>2</sup> Un signe moins représente une diminution des avoirs ou une augmentation des engagements. <sup>3</sup> Y compris les prêts commerciaux et les écarts statistiques.

Source: Banque du Japon.

Le rythme d'expansion des dépôts auprès des établissements financiers s'est ralenti l'an dernier. L'accumulation de stocks importants et le fléchissement de la rentabilité ont fortement aggravé le déficit financier des entreprises industrielles et commerciales en 1970. Ce secteur a continué à recourir pour des quantités appréciables aux concours bancaires et il a collecté un volume sensiblement plus important de ressources qu'auparavant au moyen d'émissions de valeurs mobilières. Dans le secteur des ménages, dont l'excédent financier a encore enregistré un accroissement appréciable, la baisse du rythme d'expansion des dépôts s'explique essentiellement par le fait que les particuliers se sont tournés vers les placements en valeurs mobilières. Le ralentissement le plus marqué a été observé en ce qui concerne les dépôts à vue et a constitué, dans une certaine mesure, le contrecoup de la progression enregistrée au printemps par les rendements des valeurs mobilières et, pour la première fois depuis neuf ans, par les taux des dépôts à terme.

En 1970, le volume global des prêts octroyés par l'ensemble des banques s'est accru de 17%, donc un peu plus qu'en 1969, tandis que l'activité de prêt des autres établissements financiers, après s'être fortement accélérée en 1969, a enregistré, l'an dernier, un rythme presque semblable d'expansion. Ce résultat a été obtenu parce que le fléchissement du rythme de croissance des dépôts a pu être amorti, pour les banques, grâce à un accroissement des ressources provenant de l'émission d'emprunts obligataires et par une progression moindre qu'en 1969 de leur position extérieure nette, et pour les autres établissements par une réduction de leurs acquisitions de valeurs mobilières. Favorisé par une offre accrue de capitaux émanant des secteurs « Ménages » et « Reste du monde », le montant total des émissions de valeurs mobilières est monté à Y 3.800 milliards l'an dernier, contre Y 3.100 milliards à Y 3.300 milliards pour chacune des quatre années précédentes. Comme, de surcroît, le secteur public a réduit l'an dernier ses appels à l'emprunt, les banques et les entreprises industrielles ont pu se procurer davantage de fonds sur le marché, où l'on a noté un accroissement particulièrement prononcé du volume des augmentations de capital des sociétés.

Au début de 1971, le principal objectif de la politique monétaire était toujours de stimuler quelque peu l'économie interne, tout en tenant compte de l'évolution de la situation extérieure. A partir du début de 1971, la Banque du Japon a levé l'encadrement du crédit accordé par les banques des grands centres. En janvier, elle a ramené de 6 à 5¼% son taux d'escompte du papier commercial et réduit d'un demi-point le taux de l'intérêt appliqué aux avances garanties par d'autres catégories d'effets, y compris les effets de financement des importations. De plus, en mars et à la fin de mai, les autorités ont pris des mesures pour assurer aux banques un ensemble d'avantages, dans l'intention précise de les inciter à substituer des ressources nationales aux capitaux étrangers dans le financement des importations, et à fournir aux exportateurs une couverture à terme à des conditions moins onéreuses. Le 8 mai, le taux officiel d'escompte a été abaissé à 5½%.

*Allemagne fédérale.* Plus que dans tout autre pays, la politique de restrictions monétaires a été entravée, en Allemagne fédérale, par des entrées considérables de capitaux d'origine étrangère. La cause première de ces afflux est la politique restrictive suivie par les autorités tout au long de la période considérée — encore qu'au fil des mois sa rigueur soit allée en diminuant. En même temps, toutefois, d'autres facteurs, tels que la préférence marquée par les dirigeants allemands pour le maintien de la convertibilité intégrale du deutsche mark et la mise en œuvre de techniques monétaires agissant par voie indirecte sur la liquidité bancaire et les taux d'intérêt, ont incité les chefs d'entreprise et, dans une moindre mesure, les banques à recourir pour des montants considérables à des capitaux étrangers. Le resserrement monétaire a été progressivement rendu plus efficace, mais ses effets se sont exercés sous forme d'un renchérissement du loyer de l'argent, bien plus que par une limitation des possibilités d'accès au crédit.

En mars 1970, à défaut d'une plus grande rigueur de la politique budgétaire, la Bundesbank a fortement relevé le taux de l'escompte, le portant de 6 à 7½%, tandis que le taux lombard, qui était déjà au niveau élevé de 9%, passait à 9½%. Pour dissuader les banques d'emprunter à l'étranger, elle les a astreintes, à partir d'avril, à la

constitution d'une réserve spéciale équivalant à 30% du montant des nouveaux engagements à l'égard des non-résidents. A la suite de l'application, en juillet, de nouvelles mesures de contrainte de caractère budgétaire, le taux de l'escompte a été ramené à 7%, essentiellement pour des raisons d'ordre externe. Il a toutefois été maintenu à ce niveau relativement élevé jusqu'à la fin de l'automne; en novembre et au début de décembre, deux nouvelles réductions, dans lesquelles les considérations d'ordre extérieur ont encore joué un grand rôle, l'ont ramené à 6%.

Les entrées de capitaux, qui avaient commencé au début de l'année, sont restées modérées au printemps, alors que le mouvement de baisse des taux d'intérêt à court terme aux Etats-Unis s'était temporairement renversé, mais elles se sont accélérées à partir du mois de juin. Jusqu'en septembre 1970 environ, l'afflux de devises a été en grande partie stérilisé mais, par la suite, les autorités ont laissé son incidence s'exercer plus largement sur la liquidité bancaire. En juillet, les pourcentages de réserves obligatoires ont été majorés uniformément de 15%, puis la Bundesbank a institué, à partir de septembre, un système assez sévère de réserves minimums additionnelles (20% pour les dépôts d'épargne et 40% pour les dépôts à vue et à terme) calculées sur l'accroissement des engagements à l'égard des résidents comme des non-résidents. Le nouveau régime n'a toutefois pas fonctionné de façon très satisfaisante et, à partir de décembre, il a été remplacé par un relèvement de 15% des pourcentages des réserves obligatoires calculées sur le total des exigibilités. En même temps, l'obligation de réserve de 30% sur les nouveaux engagements à l'égard de l'étranger, qui avait été supprimée en septembre, a été rétablie.

Sur la base des comptes de la Nation, l'excédent global d'exécution des budgets publics est ressorti à quelque DM 8,7 milliards. Bien que ce chiffre soit légèrement supérieur à celui de 1969, il résulte toutefois d'un accroissement sensible du surplus des organismes d'assurance sociale (de DM 1,5 milliard à DM 7,1 milliards) compensé par un fléchissement de celui de l'Etat fédéral, des Länder et des communes (de DM 6,9 milliards à DM 1,6 milliard). L'Etat fédéral, les Länder et les communes ont complété leurs ressources en empruntant DM 8,7 milliards auprès des banques et autres établissements financiers. Du côté des emplois, outre leurs opérations normales de prêt à la construction de logements et à d'autres fins, ils ont déposé, auprès de la Bundesbank, DM 2,5 milliards au fonds de réserve constitué pour régulariser le cours de la conjoncture, et DM 2,2 milliards provenant de la surtaxe temporaire à l'impôt sur le revenu.

Sur l'ensemble de l'année, les facteurs économiques ayant contribué à l'accroissement de la liquidité bancaire ont renforcé cette dernière à concurrence d'un montant net de quelque DM 21,8 milliards, dans lequel les entrées de devises sont intervenues à elles seules pour DM 20,2 milliards. L'action des autorités a permis de stériliser plus des quatre cinquièmes de cette somme. Les dépôts spéciaux, comprenant le produit de la surtaxe remboursable, effectués au fonds de stabilisation de la conjoncture par l'Etat fédéral, les Länder et les communes, auxquels s'est ajouté le produit stérilisé d'un emprunt obligataire de faible montant, ont représenté DM 4,9 milliards. En outre, DM 9,8 milliards ont été absorbés par les relèvements des coefficients de réserve et DM 3 milliards par le biais d'opérations d'open market et de réductions des

**Allemagne fédérale: Epargne, investissements et variations des avoirs  
et des engagements financiers.**

Postes	Années	Ménages	Logement	Entreprises	Secteur public	Etranger <sup>1</sup>	Etablissements de crédit <sup>2</sup>	Autres établissements financiers <sup>3</sup>
en milliards de deutsche marks								
Epargne nette, plus transferts nets de capitaux . . . . .	1968	35,50	8,20	27,85	13,00		3,30	0,50
	1969	42,00	5,15	22,55	28,45		0,05 <sup>4</sup>	0,25
	1970	46,30	6,45	22,00	34,15		7,90	0,35
Investissements nets (—) . . . .	1968		—21,90	—36,90	—18,00		—1,05	—0,55
	1969		—22,40	—51,65	—20,10		—1,35	—0,75
	1970		—26,25	—61,65	—25,45		—1,45	—0,70
Excédent ou déficit financier . . . . .	1968	35,50	—13,70	—9,05	—5,00	—9,95 <sup>5</sup>	2,20	—
	1969	42,00	—17,25	—29,10	8,35	—2,10 <sup>5</sup>	—1,45 <sup>4</sup>	—0,50
	1970	46,30	—19,80	—39,65	8,70	—1,65 <sup>5</sup>	6,45	—0,40
<i>Variations correspondantes des avoirs et des engagements financiers<sup>6</sup></i>								
Monnaie, dépôts à terme et d'épargne . . . . .	1968	24,45	0,15	12,65	5,35	6,20	—50,65	1,80
	1969	26,15	0,10	11,95	7,90	7,25	—54,85	1,55
	1970	26,70	0,15	16,05	7,50	11,55	—63,65	1,75
Créances sur les établissements financiers autres que les banques	1968	9,05	—	1,10	0,15	0,05	0,10	—10,35
	1969	11,05	—	1,45	0,05	0,05	0,10	—12,70
	1970	12,70	—	1,30	0,15	—	0,10	—14,25
Titres négociables sur le marché monétaire . . . . .	1968	—	—	0,10	—0,75	1,20	—0,45	—0,15
	1969	—	—	1,15	6,25	0,10	—5,20	—
	1970	—	—	0,20	1,90	1,40	—3,50	—
Actions et obligations:								
Achats . . . . .	1968	4,65	—	2,70	0,60	0,70	15,70	3,65
	1969	8,75	—	3,85	0,40	—0,75	11,10	3,00
	1970	10,95	—	3,60	0,70	1,00	3,45	2,20
Ventes . . . . .	1968	—	—0,10	—3,80	—2,50	—6,75	—14,70	—0,05
	1969	—	—0,05	—2,95	—0,45	—10,80	—12,95	—0,10
	1970	—	—0,05	—4,70	—0,75	—3,65	—12,55	—0,20
Crédit bancaire . . . . .	1968	—2,75	—9,85	—14,55	—8,15	—9,35	44,65	—
	1969	—3,75	—11,00	—37,65	—8,60	—13,45	74,75	—0,25
	1970	—3,10	—11,20	—31,55	—8,15	—4,10	58,60	—0,45
Autres prêts . . . . .	1968	—0,20	—3,20	—1,25	—0,45	—	—	5,10
	1969	—0,10	—5,65	—1,55	—0,65	—	—	7,95
	1970	—0,35	—8,15	—1,55	—0,55	—	—	10,60
Autres créances et engagements	1968	—0,25	—0,70	—6,00	0,90	5,55	—	—
	1969	—0,10	—0,60	—3,05	2,60	1,15	—	—
	1970	—0,55	—0,50	—22,95	7,85	16,15	—	—
Or et devises . . . . .	1968					—7,55	7,55	
	1969					14,40	—14,40 <sup>4</sup>	
	1970					—24,05	24,05	

<sup>1</sup> Un chiffre négatif correspond à une augmentation des créances (ou à une diminution des engagements) de l'Allemagne fédérale à l'égard de l'étranger. <sup>2</sup> Banque centrale comprise. <sup>3</sup> Associations d'épargne-construction et secteur des assurances. <sup>4</sup> Après ajustements du bilan de la Bundesbank consécutifs à la réévaluation du deutsche mark (les variations correspondantes apparaissent dans la colonne «Etranger»). <sup>5</sup> Investissements étrangers nets (balance des biens et des services). <sup>6</sup> Un signe moins représente une diminution des avoirs ou une augmentation des engagements.

contingents de réescompte. Par rapport au total des dépôts, les actifs liquides des établissements de crédit ont fléchi de 6,8% en décembre 1969 à 5,3% en mars 1970, pour toutefois progresser ensuite à 7,8% en décembre.

La vigueur de la demande de crédit s'explique en grande partie par les recours à l'emprunt du secteur des entreprises (logement non compris), dont le déficit financier s'est encore fortement aggravé, pour atteindre DM 39,6 milliards, contre DM 29,1 milliards en 1969, et DM 9,1 milliards en 1968. Sous l'effet de la réévaluation en 1969 et des pressions exercées par les coûts, les bénéfices non distribués ont en fait fléchi, alors que les investissements en capital fixe, dont le rythme s'est pourtant ralenti au cours de l'année, ont été en moyenne nettement plus importants qu'en 1969. Le montant des fonds que les entreprises se sont procurés s'est élevé au total à DM 63,7 milliards, dont un tiers, d'après les estimations, a été obtenu à l'étranger. Au cours des précédentes périodes de resserrement, cette proportion n'avait jamais dépassé 20%. Les emprunts effectués sur le marché national ont surtout revêtu la forme de concours bancaires, mais les émissions d'actions et d'obligations se sont inscrites en reprise, passant de DM 2,95 milliards en 1969 à DM 4,7 milliards l'an dernier. Il est intéressant de noter que les ressources de trésorerie des entreprises ont connu une expansion sensiblement supérieure à celle de l'année précédente.

La croissance de la masse monétaire, prise au sens classique du terme, c'est-à-dire y compris les dépôts à vue, mais à l'exclusion des dépôts à terme à court préavis (qui, en Allemagne fédérale, sont habituellement inclus), a atteint en 1970 un taux de 8,8% (contre 6,4% en 1969), bien inférieur par conséquent au rythme de croissance du produit national brut aux prix courants (12,6%). Si l'on ajoute l'ensemble des dépôts jusqu'à quatre ans d'échéance, on obtient un taux d'expansion des disponibilités monétaires et quasi monétaires de 10½%, supérieur de quelques fractions de point seulement à celui de 1969. Le resserrement monétaire a donc exercé son action, au prix toutefois d'une énorme stérilisation de fonds et de l'accumulation de réserves publiques de change. Les prêts des établissements de crédit au secteur non bancaire de l'économie interne ont augmenté de DM 51 milliards, soit d'environ 11%, contre quelque 13% l'année d'avant. La part imputable au secteur public est passée de 3% en 1969 à 13,7% l'an dernier.

Le recours net au marché financier qui, après avoir atteint son maximum en 1968 avec DM 27,8 milliards, avait fléchi à DM 26,2 milliards en 1969, s'est encore contracté l'an dernier, passant à DM 21,6 milliards. Les achats nets de valeurs étrangères par les résidents (y compris les souscriptions aux nouvelles émissions d'obligations étrangères et internationales sur le marché allemand) se sont toutefois inscrits en recul plus marqué encore, tombant de DM 11,8 milliards en 1969 à DM 2,6 milliards en 1970. Dans ces conditions, et en dépit des tensions qui régnaient sur le marché financier, les emprunteurs allemands ont été en mesure de développer le volume net de leurs émissions, qui est passé de DM 15,2 milliards à DM 17,9 milliards. Du côté de l'offre, les achats nets de valeurs à revenu fixe par les établissements de crédit ont fléchi de DM 10 milliards en 1969 à DM 2,4 milliards l'an dernier, alors que ceux des ménages, attirés par des taux d'intérêt attrayants, sont passés de DM 5,4 milliards à DM 9,3 milliards.

Au premier trimestre de 1971, en dépit de l'amorce d'un assouplissement, les conditions d'accès au crédit sont demeurées plus difficiles qu'à l'étranger et les résidents du secteur non bancaire ont continué à se procurer des fonds à l'extérieur. En

février, les taux d'intérêt des avances en compte courant d'un montant inférieur à DM 1 million atteignaient en moyenne 10,6%, soit un taux très peu inférieur au maximum de 11,6% atteint en mai 1970. Au début du printemps, on enregistrait une forte demande de crédit bancaire. Le 1er avril, le taux d'escompte officiel a été abaissé de 6 à 5%, et le taux lombard à 6½%, mais cette fois, la mesure était seulement dictée par la nécessité d'endiguer un afflux considérable de capitaux à court terme venant de l'étranger. Simultanément, en raison des pressions que continuaient d'exercer les salaires et les prix, la Bundesbank a procédé à la réduction de 10% des contingents de réescompte des banques et annoncé son intention d'intensifier les opérations d'open market. Dans la première semaine de mai, par suite du déferlement croissant de devises étrangères sur le marché allemand, les autorités se sont vues contraintes d'apporter une solution au conflit monétaire. En optant, dans ces circonstances, pour un taux de change flottant et en interdisant pratiquement la rémunération des dépôts de non-résidents, elles se sont montrées résolues à renforcer plutôt qu'à relâcher leur contrôle sur la situation monétaire intérieure. Début juin, pour neutraliser en partie le récent afflux de fonds, les pourcentages de réserves obligatoires ont été relevés sensiblement, et même dans de fortes proportions pour ce qui concerne les exigibilités à l'égard de non-résidents.

*Italie.* Au début de 1970, la politique monétaire a été maintenue assez restrictive, pour des raisons tant internes qu'externes, tandis que les taux d'intérêt continuaient de monter en flèche, tendant à s'aligner sur les niveaux internationaux. Pour accélérer ce processus, le taux d'escompte officiel a été relevé au début de mars de 4 à 5½%, alors qu'était maintenue la pénalisation de 1½ point pour les emprunts à la banque centrale au-delà d'un certain plafond. Cependant, à la suite de la mise en vigueur de mesures fiscales en août, la politique monétaire s'est tournée vers l'expansion, se donnant pour objectif d'encourager les investissements. Ce changement d'attitude s'accordait également avec l'évolution de la situation extérieure, compte tenu, d'une part, du fléchissement des taux d'intérêt dans le monde et, d'autre part, de l'amélioration déjà intervenue dans la situation des paiements.

L'évolution financière et monétaire pendant l'année 1970, considérée dans son ensemble, a été dominée par deux facteurs principaux: les besoins d'emprunt importants et croissants de l'Etat d'une part, et de l'autre l'instabilité du marché financier. En ce qui concerne ce dernier, le point le plus défavorable a été atteint au cours du troisième trimestre, pendant lequel les rendements des titres à long terme ont enregistré des records allant de 8 à 11%, tandis que le montant des titres amortis dépassait de LIT 80 milliards celui des nouvelles émissions d'obligations. Pour l'ensemble de l'année 1970, le montant net des émissions de valeurs mobilières à revenu fixe s'est élevé à LIT 2.600 milliards, contre LIT 3.345 milliards l'année précédente. Mais si l'on exclut les achats de titres par la banque centrale, le montant net des émissions souscrites par les banques et le public tombe à LIT 1.510 milliards, contre LIT 2.130 milliards en 1969 et LIT 2.875 milliards en 1968. Le fléchissement a été partiellement compensé par un accroissement des augmentations de capital, qui sont passées de LIT 680 milliards en 1969 à LIT 1.010 milliards. Les emprunteurs ont pu toutefois couvrir leurs besoins de financement en faisant également appel aux capitaux étrangers



et ils y ont été dans une large mesure incités officieusement par les autorités; en 1970, ils se sont ainsi procuré à l'extérieur l'équivalent de LIT 1.080 milliards, contre LIT 105 milliards seulement en 1969.

Les besoins d'emprunt de l'Etat en 1970 se sont élevés à LIT 3.230 milliards, contre LIT 1.690 milliards en 1969. Cette énorme augmentation a été attribuable dans une certaine mesure à la vague de grèves qui a déferlé à la fin de 1969 et qui a amené le report à 1970 de certaines dépenses publiques. Néanmoins, le déficit record de LIT 1.370 milliards au quatrième trimestre de 1970 – dû principalement au mouvement ascendant des dépenses courantes – souligne la difficulté de la situation. Le recours au marché des capitaux ayant dû être considérablement réduit, la Banca d'Italia a couvert 85% du total des besoins d'argent frais du Trésor. La part financée par la banque centrale avait été de 68% en 1969 et de 25% en 1968, alors qu'en 1966 et en 1967 le Trésor avait, en fait, réduit son endettement à l'égard de la banque centrale. D'une façon plus générale, on a constaté une nette détérioration de la position financière du secteur public dans son ensemble (y compris les entreprises publiques), dont le déficit d'exécution du budget est monté en flèche, passant de LIT 2.895 milliards en 1969 à LIT 4.185 milliards l'an dernier. Cette détérioration a été imputable en grande partie à une accélération des dépenses d'investissement, qui ont progressé de plus de LIT 1.000 milliards en 1970 pour atteindre LIT 3.965 milliards, soit 30% de la formation intérieure brute de capital fixe, contre 26% l'année précédente.

Au cours des trois premiers trimestres de 1970, les répercussions du financement du Trésor sur la liquidité ont été compensées en grande partie par l'effet conjoint de trois facteurs: l'important déficit des paiements extérieurs au premier trimestre, les mesures spéciales appliquées temporairement pour stériliser le produit d'emprunts lancés à l'étranger par des organismes spécialisés et la limitation accrue du recours des banques au crédit de la banque centrale. Mais la situation a changé au quatrième trimestre, quand le niveau record des emprunts du Trésor a coïncidé avec le retour d'un excédent appréciable de la balance des paiements. De plus, les autorités ont décidé, en septembre, de permettre aux banques d'inclure à la fin décembre 1970, dans leurs réserves minimums, des obligations émises par les instituts de crédit spécialisés jusqu'à concurrence d'un montant supplémentaire de LIT 250 milliards. Tous ces facteurs réunis ont déterminé une vive expansion des ressources liquides de l'économie. La liquidité bancaire s'est trouvée également améliorée directement par la décision de porter de 3¼ à 5½ %, à partir du 1er octobre 1970, le taux de l'intérêt servi aux banques sur leurs dépôts en compte courant auprès de la Banca d'Italia et sur les bons du Trésor détenus au titre des réserves obligatoires.

Pour l'ensemble de l'année, les dépôts se sont accrus de LIT 5.600 milliards, soit 16%, contre 12% en 1969. En raison principalement d'un changement intervenu dans l'attrait relatif exercé par les taux d'intérêt créditeurs, l'augmentation du total des dépôts a pris la forme d'une progression de 35% des exigibilités à vue, tandis que les dépôts d'épargne ont en réalité diminué de 3%. En revanche, les crédits bancaires à l'économie ont enregistré une expansion de LIT 3.330 milliards, soit 14%, contre 15% environ en 1969. Une transformation importante s'est produite, ainsi qu'on l'a déjà signalé, dans les achats nets de valeurs mobilières par les établissements

**Italie: Epargne, investissements et variations des avoirs  
et des engagements financiers.**

Postes	Années	Secteur public	Entreprises publiques <sup>1</sup>	Autres entreprises et logement	Secteur des ménages	Banques et établissements financiers	Secteur étranger <sup>2</sup>
Epargne (transferts de capitaux compris) . . . . .	1968	— 600	555	5.170	5.560	390	
	1969	— 680	720	5.690	6.385	495	
	1970	— 880	660	6.920	6.480	550	
Formation intérieure brute de capital (—) . . . . .	1968	— 1.410	— 1.300	— 6.530		— 160	
	1969	— 1.510	— 1.425	— 8.005		— 195	
	1970	— 1.795	— 2.170	— 9.045		— 220	
Excédent ou déficit financier . . . . .	1968	— 2.010	— 745	— 1.360	5.560	230	— 1.670
	1969	— 2.190	— 705	— 2.315	6.385	300	— 1.475
	1970	— 2.675	— 1.510	— 2.125	6.480	330	— 500
Variations correspondantes des Avoirs financiers :							
Avoirs liquides . . . . .	1968	115	5	1.670	2.915	40	— 15
	1969	305	120	1.480	3.075	245	95
	1970	— 165	— 80	2.180	4.205	615	— 90
Valeurs mobilières à revenu fixe . . . . .	1968	— 10	—	15	1.255	1.555	5
	1969	— 20	5	— 5	1.100	1.440	—
	1970	— 10	— 5	20	785	1.360	—
Autres prêts nets . . . . .	1968	385	40	115	1.465	4.725	645
	1969	320	85	165	2.030	6.165	1.755
	1970	530	35	230	1.275	8.055	2.870
Actions et parts . . . . .	1968	465	40	225	100	35	235
	1969	315	15	335	280	40	245
	1970	290	15	385	345	75	380
Engagements financiers (—) <sup>3</sup>							
Engagements à court terme <sup>4</sup> . . . . .	1968	— 1.070	10	— 1.285	— 175	— 4.910	— 1.180
	1969	— 1.855	— 135	— 2.300	— 105	— 6.550	— 1.620
	1970	— 3.115	— 660	— 1.620	— 130	— 8.295	— 2.520
Engagements à long terme . . . . .	1968	— 2.055	— 555	— 1.850	—	— 1.180	— 1.125
	1969	— 995	— 605	— 1.615	—	— 1.070	— 1.605
	1970	— 900	— 655	— 1.860	—	— 1.480	— 905
Actions et parts . . . . .	1968	—	— 285	— 480	—	— 105	— 210
	1969	—	— 190	— 645	—	— 55	— 335
	1970	—	— 165	— 925	—	— 155	— 240
Ecart statistique . . . . .	1968	160	—	230	—	70	— 25
	1969	— 255	—	270	—	85	— 15
	1969	695	—	— 535	—	155	10

<sup>1</sup> Office National de l'Electricité (E.N.E.L.) et groupements d'entreprises à participation majoritaire de l'Etat. <sup>2</sup> Un chiffre négatif correspond à une augmentation des créances (ou à une diminution des engagements) de l'Italie à l'égard du reste du monde. <sup>3</sup> L'augmentation des engagements financiers du secteur «Autres entreprises et logement» correspond à l'accroissement global des engagements du secteur des entreprises, moins l'augmentation de l'endettement des entreprises publiques, plus une estimation du montant des prêts contractés par le secteur des ménages aux fins d'investissement sous forme de logements. <sup>4</sup> Y compris les achats, par la Banca d'Italia et l'Office Italien des Changes, de valeurs mobilières à long terme émises par le secteur public.

de crédit; ces achats se sont en effet accrus de LIT 810 milliards, soit d'environ 9%, contre 15% en 1969 et 24% en 1968. Etant donné la faiblesse relative de la demande de crédit bancaire, dont le coût restait élevé, les banques ont, pendant le second semestre, utilisé le volume croissant des ressources dont elles disposaient, d'une part pour reconstituer leurs avoirs à court terme, d'autre part pour se désendetter envers la banque centrale. Aussi le ratio entre les avoirs liquides et le total des dépôts, qui était de 3,2% à la fin de 1969, a atteint, fin mai 1970, le niveau de 2,2%, le plus bas jamais enregistré dans le passé, pour remonter à 3,7% à la fin de l'année. Les réserves empruntées ont fléchi à la fin de 1970, contrairement à la tendance saisonnière habituelle, pour ne représenter que 3,1% du total des engagements, contre 6,4% un an auparavant.

Pendant les premiers mois de 1971, devant la stagnation persistante de la production et de la productivité, et l'augmentation de la capacité inemployée, la politique monétaire a continué d'être orientée dans un sens libéral et les taux d'intérêt ont encore fléchi. La Banca d'Italia a ramené de 5½ à 5% son taux de base des avances sur titres en janvier et abaissé le taux d'escompte officiel, à 5% également, au début d'avril. La désescalade des taux d'intérêt a, en outre, été facilitée par la conclusion d'un nouvel accord interbancaire sur les taux créditeurs, qui est entré en vigueur au commencement de l'année, et qui a été suivi au début de mai d'un assouplissement concerté des conditions débitrices.

*France.* Le plan de redressement mis en œuvre en 1969, ainsi que le retour à l'équilibre budgétaire au cours de l'an dernier, ont permis d'atteindre un degré satisfaisant de stabilité interne et externe. Les contraintes monétaires ont été quelque peu assouplies et les contrôles directs du crédit ont été supprimés en faveur d'instruments permettant d'agir sur la liquidité bancaire. Les taux d'intervention à court terme ont été ajustés sur ceux de l'euro-marché. Au printemps de 1971, des tensions se faisant jour de nouveau dans l'économie, la politique monétaire a été empreinte d'une plus grande prudence.

L'encadrement du crédit a été progressivement atténué durant le printemps et l'été de 1970, mais les autorités se sont efforcées de maintenir un degré approprié de resserrement monétaire en limitant la création de liquidités bancaires. Les restrictions au crédit à la consommation ont été légèrement assouplies en février, puis à nouveau en mai et en juin pour certains produits. Si, d'une façon générale, le crédit est demeuré soumis à des limitations quantitatives, certains prêts en devises ont été libérés avec effet à partir de février et un accroissement mensuel de 1½% au maximum a été autorisé, pour le crédit à l'exportation, au-delà des plafonds (2% à partir de juillet). Les limites ont été relevées sur une base sélective, en avril, pour certains types de crédit d'investissement à moyen et à long terme et en juin, époque à laquelle les crédits d'équipement à moyen terme mobilisables ont été libérés de toute restriction, pour les crédits à l'exportation et à la construction. En avril cependant, le coefficient de retenue des effets à moyen terme des banques a été porté de 15 à 16%. En outre, comme les entrées de capitaux étrangers venaient accroître sensiblement la liquidité bancaire, le taux des réserves obligatoires a été relevé en juin et en juillet de deux points au total, atteignant 7½% pour les dépôts à vue, et 2½% pour les

dépôts à terme et d'épargne. Dans les cas de dépassement des limites fixées à l'expansion des encours, la liquidité des banques a tout d'abord été réduite par un abaissement, à titre de pénalisation, des plafonds de réescompte puis, à partir de mai, par des dépôts obligatoires sur les livres de la banque centrale. Jusqu'à l'été, les taux d'intérêt sur les marchés internationaux sont demeurés sensiblement supérieurs au taux d'escompte de la Banque de France. L'écart a finalement disparu par la suite et, en août, le taux d'escompte a été ramené de 8 à 7½ %.

Les crédits à l'économie se sont accrus très modérément pendant les trois premiers trimestres de 1970, et les dépôts à vue ont marqué une lente progression. En revanche, les dépôts à terme et les dépôts d'épargne, notamment ceux des particuliers ont, comme en 1969, très fortement progressé. Cet accroissement s'explique non seulement par la vive concurrence à laquelle se sont livrées les banques dans la collecte des dépôts d'un montant élevé et à échéance assez éloignée — dont les taux ne sont assujettis à aucun contrôle — mais également par la hausse des taux d'intérêt et par divers stimulants administrés par les autorités en 1969 et en mars et juillet 1970 pour encourager l'épargne.

En octobre, le taux d'escompte a été abaissé à 7% et, comme la situation interne semblait justifier une certaine détente, la réglementation des ventes à tempérament a été assouplie pour une large gamme de produits, y compris les automobiles, et il a été décidé de supprimer l'encadrement du crédit. En revanche, les plafonds de réescompte des banques ont été réduits, à partir de novembre, de 10% pour les montants jusqu'à FF 30 millions et de 20% pour les montants plus élevés. En outre, afin de limiter le réescompte des effets de mobilisation des nouveaux crédits à moyen terme, un taux de pénalisation — qui vient s'ajouter au taux d'escompte — a été appliqué pour la mobilisation des annuités ayant entre un et deux ans à courir avant l'échéance.

Pour sa part, le gouvernement a continué d'étayer efficacement le dispositif de restriction en freinant les dépenses et en s'efforçant de rétablir l'équilibre budgétaire. En fait, malgré le déblocage, en juillet, d'une tranche d'autorisations de programme au titre des crédits qui avaient été gelés au Fonds d'action conjoncturelle, et en dépit de l'accélération de certaines autres dépenses, l'évolution très satisfaisante des rentrées fiscales a permis de dégager un excédent de FF 3,4 milliards pour 1970 (avant décaissements pour amortissement de la dette publique), contre un déficit de même dimension pour l'exercice précédent. En conséquence, et en dépit de la progression plus lente des apports nets fournis au Trésor par ses correspondants, le gouvernement a considérablement réduit son endettement à l'égard du système bancaire et s'est tenu à l'écart du marché financier. Malgré certaines concessions concernant l'impôt sur le revenu, le projet de loi de finances pour 1971 a été de nouveau axé sur la réalisation d'un équilibre global.

La consommation et le financement de la construction ont, semble-t-il, été les plus affectés par les restrictions de crédit. Bien qu'elles aient paru économiser sur les stocks, les entreprises ont été en mesure de financer un volume constamment élevé d'investissements en capital fixe, du fait de l'augmentation de leurs bénéfices et d'un recours accru au marché financier. Les augmentations de capital, qui s'étaient

déjà fortement développées en 1969 pour atteindre FF 7,5 milliards, ont encore progressé l'an dernier jusqu'à FF 8,7 milliards, tandis que les émissions d'obligations par les entreprises privées se sont élevées à FF 5 milliards, contre FF 2,9 milliards en 1969. D'autres emprunteurs ont également développé leur activité sur le marché des valeurs à revenu fixe et les rendements sont demeurés élevés dans l'ensemble, avec seulement une légère détente vers la fin de l'année.

Les crédits à moyen et à long terme ont continué de s'accroître modérément tout au long de l'année, mais la progression des encours bancaires à court terme et des disponibilités monétaires s'est vivement accélérée après la levée des restrictions quantitatives. Au dernier trimestre, les crédits aux entreprises et aux particuliers ont augmenté de près de 12% — ce qui a porté à 19% la progression pour l'année entière — alors que le total des dépôts à vue, qui s'était accru de quelque 2% seulement jusqu'en septembre, a marqué une avance de près de 12%. Pour une part, l'expansion des activités bancaires est venue simplement se substituer aux opérations de prêts directs — fréquemment assortis de garanties bancaires — entre emprunteurs effectifs et prêteurs, transactions qui avaient pris un essor considérable sous le régime des restrictions, ainsi qu'aux emprunts à court terme contractés à l'étranger, dont l'expansion avait été contenue par les modifications apportées en juillet au contrôle des changes. La situation n'en semblait pas moins inciter à la prudence.

Le taux d'escompte a été ramené à 6½% au début du mois de janvier 1971. Il a été ensuite maintenu à ce niveau de manière à servir de guide pour la fixation des autres taux du marché intérieur; en même temps, l'afflux de devises a pu être évité à partir de fin janvier 1971 par l'abaissement, en dessous du taux d'escompte, des taux d'intervention de la Banque de France sur le marché monétaire, en accord avec l'évolution des conditions pratiquées sur le marché de l'euro-dollar. Le maintien de cette nouvelle structure des taux, qui amena très vite les banques à délaisser largement l'escompte au profit des facilités d'open market, a constitué également une étape sur la voie de l'unification et de l'introduction d'une plus grande souplesse dans le coût des concours de la banque centrale. A titre de précaution, le niveau maximum auquel la Banque de France peut fixer les coefficients de réserves assises sur les exigibilités des banques a été porté de 10 à 15% en février. Suivant la nouvelle orientation donnée à la politique monétaire avec effet au mois d'avril, tous les crédits distribués à l'économie par les banques et les établissements financiers ont été astreints à la constitution de réserves au taux de ¼% du montant excédant 80% du niveau atteint à la fin de 1970. En asseyant les nouvelles obligations de réserve sur les éléments d'actif plutôt que sur les exigibilités des banques, les autorités ont visé essentiellement à étendre à une gamme plus large d'établissements financiers leur influence sur la distribution du crédit et la formation de liquidités. Simultanément, les coefficients des réserves calculées sur les exigibilités ont été réduits d'un quart de point. Par la suite, cependant, ils ont été relevés de deux points au début de mai. En outre, pour des raisons de caractère interne, le nouveau ratio de réserve applicable aux concours distribués par les banques et établissements financiers a été fixé à ½% et le taux d'escompte porté à 6¾%. En même temps, pour pallier un afflux indésirable de capitaux, le pourcentage des réserves minimums constituées en contrepartie des dépôts en devises de correspondants étrangers a été élevé à 9¼%.

*Belgique.* Une amélioration de la position financière du gouvernement central, associée à une modération des revendications de salaires et à un taux élevé de l'épargne des ménages, s'est traduite l'an dernier par une situation assez satisfaisante de la demande par rapport à l'offre. Comme la balance des paiements courants devenait largement excédentaire, les taux d'intérêt à court terme ont été ajustés en baisse, pour s'aligner sur ceux de l'étranger, et la politique monétaire a été quelque peu assouplie à l'automne. Au début de 1971, toutefois, des mesures ont été prises pour protéger l'économie contre de nouvelles tensions.

Pendant le printemps et l'été de 1970, la politique monétaire a continué d'être axée essentiellement sur les restrictions à l'expansion globale du crédit à l'économie. Les normes antérieurement fixées pour mars et juin 1970 ne correspondant plus à la situation réelle, étant donné le mouvement de reflux de capitaux de l'étranger intervenu au moment de l'échéance de fin d'année, elles furent remplacées, au cours des neuf premiers mois de 1970, par un plafonnement à 5½% du taux de progression des encours autres que les crédits de financement des exportations. En outre, les plafonds de réescompte et de visa assignés aux banques, qui avaient été progressivement abaissés de 14% en septembre 1969 à 10% en mars 1970, ont été ramenés à 9% en deux étapes, en juin et en septembre. Au cours de cette période également, la banque centrale a adopté de nouvelles procédures d'approbation en matière de réescompte, en vue de conserver aux plafonds leur caractère restrictif.

Comme un certain assouplissement a paru se justifier à l'automne, les autorités ont, pour le dernier trimestre, fixé une limite assez large de 6% à l'accroissement du crédit encadré. Les banques ont été invitées à servir en priorité les demandes de facilités destinées au financement des investissements et de la production d'articles d'exportation, ainsi qu'à l'amélioration de la productivité mais, étant donné la proximité de l'introduction, en janvier 1971, de la taxe sur la valeur ajoutée, elles ont, en même temps, été instamment priées d'éviter toute expansion du crédit à la consommation. En décembre, les crédits d'investissement ont été exclus du champ d'application des normes et un plafond de 8% a été fixé à l'expansion des autres catégories d'encours pour le premier trimestre de 1971. Une norme spéciale a été assignée aux crédits accordés au titre des ventes à tempérament de biens de consommation et aux sociétés de financement; à la fin mars 1971, ces encours ne devaient pas avoir dépassé de plus de 5% leur niveau de septembre 1970. Le dispositif d'encadrement a également été progressivement prorogé pour les concours consentis par les institutions publiques de crédit, les caisses d'épargne privées et les compagnies d'assurances.

Pour conserver le contrôle sur les entrées de capitaux, les autorités ont commencé, en août, à abaisser certains de leurs taux d'achat pour les effets du marché monétaire représentatifs de crédits à l'exportation et à l'importation, dont le financement pouvait aisément être transféré à l'étranger. Par la suite, comme la situation s'est détendue en matière de liquidité, la désescalade des taux est devenue plus générale sur le marché monétaire et le taux d'escompte officiel a été ramené de 7½ à 6½%, par deux réductions d'égale pourcentage, l'une en octobre, l'autre en décembre. Bien que les autorités aient en général cherché à limiter le fléchissement des taux créditeurs afin d'encourager l'épargne, les taux d'intérêt sur les dépôts à terme, qui sont pratiquement le seul type

de placement à court terme accessible aux non-résidents, ont été, en ce qui concerne les dépôts d'un montant élevé, ajustés en baisse sur ceux des marchés internationaux.

En 1970, les besoins nets de financement de l'Etat se sont établis à FB 23,8 milliards seulement, contre FB 28,1 milliards en 1969. Toutefois, en se procurant un montant important de capitaux à long terme sur le marché national, l'Etat a pu réduire l'an dernier son endettement extérieur (qui avait augmenté en 1969), ainsi que ses appels au système bancaire.

L'assouplissement des normes assignées à leurs prêts a permis aux banques d'accroître en 1970 leur crédit au secteur privé de FB 25,2 milliards, soit de 12,3%, contre 5½% environ en 1969. Le crédit à la consommation a progressé plus lentement en 1970, mais les prêts bancaires aux entreprises et pour la construction de logements se sont accélérés. La demande de crédit à plus long terme s'est en revanche tassée, du fait du niveau élevé des taux d'intérêt. Les prêts des établissements financiers non bancaires se sont accrus moins rapidement, en raison notamment du ralentissement de la croissance de leurs ressources et des restrictions en vigueur depuis 1969 sur les nouvelles ouvertures de crédit. L'augmentation considérable de leurs exigibilités a permis aux banques de développer leurs souscriptions de valeurs mobilières, et leur recours au réescompte est tombé à des niveaux sensiblement inférieurs aux plafonds.

Le projet de budget de l'Etat pour 1971, présenté en octobre, envisageait un accroissement des besoins de financement jusqu'à concurrence de FB 30,2 milliards. En outre, les banques ont renforcé, au début de 1971, leur portefeuille d'instruments liquides du marché monétaire grâce à des emprunts à l'étranger, et elles se sont mises à consentir de nouveaux crédits à un rythme plus rapide. Mais, à cette époque, la conjoncture a commencé à se modifier. Pour limiter les entrées de capitaux, le taux d'escompte officiel a été ramené, en mars, de 6½ à 6%, et les banques ont été invitées à faire preuve de modération dans leurs transactions susceptibles de mettre leur position extérieure nette en déficit, ou d'aggraver un déficit antérieur. De plus, comme de nouvelles tensions menaçaient de se produire, l'encadrement du crédit a été prorogé, la limite d'expansion des crédits encadrés étant fixée à 6% pour la période de six mois se terminant en septembre. Sur cette base, on prévoit que l'ensemble des concours bancaires, y compris les crédits à l'exportation et à l'investissement, qui ne sont soumis à aucune limitation, s'accroîtra à un taux annuel désaisonnalisé d'environ 15%, tandis que l'expansion des crédits à la consommation a été limitée à 12% pour une période de douze mois. Pour appuyer ces mesures, les plafonds de réescompte des banques ont été abaissés à 8% en trois étapes, respectivement en mars, avril et mai. A l'effet de contenir les entrées de capitaux consécutives à la libération du taux de change du deutsche mark, les autorités ont établi une démarcation plus nette entre le marché officiel et le marché libre des changes, tout en apportant des restrictions à l'ouverture de nouveaux comptes de dépôt à terme à des non-résidents et au paiement d'intérêts sur leurs dépôts à vue.

*Pays-Bas.* Au cours de l'année dernière, la recrudescence des pressions exercées tant par la demande que par les coûts, alliée à un ralentissement de la production industrielle à partir du printemps, s'est accompagnée d'un accroissement très marqué de la demande de crédits. Dans ces conditions, les plafonds au développement des

prêts à court terme au secteur privé, que la Nederlandsche Bank avait fixés en accord avec le système bancaire, ont été réduits de façon à n'autoriser qu'une expansion de 9½%, contre 10% en 1969. La progression des encours à plus long terme a été liée, cette année encore, à celle des ressources bancaires correspondantes, les restrictions antérieures qui frappaient l'octroi de crédits aux collectivités locales ont été reconduites, et les prêts personnels sont restés plafonnés. Sur le plan extérieur, les autorités ont pu s'appuyer jusqu'à un certain point sur le contrôle des changes pour limiter le recours des emprunteurs nationaux au crédit à l'étranger. Néanmoins, les importations de capitaux, consistant principalement en crédits commerciaux et en achats de valeurs mobilières, ont fortement progressé — de FL 0,6 milliard seulement en 1969 à FL 3,7 milliards en 1970 — déterminant ainsi des entrées nettes de fonds qui ont, dans une large mesure, contrecarré les effets du resserrement monétaire imposé à l'économie interne.

Grâce surtout à un train de mesures fiscales qui a accompagné le budget de l'exercice 1970, ainsi qu'aux compressions opérées dans les programmes d'investissements publics, les besoins financiers de l'Etat sont tombés de FL 2,2 milliards en 1969 à FL 1,2 milliard l'an dernier. En même temps, le gouvernement s'est procuré FL 1,9 milliard sur le marché financier, contre FL 2,2 milliards l'année précédente. Il en est résulté un excédent de liquidités de FL 560 millions, qui a été largement stérilisé par une amélioration de la position de l'Etat à l'égard de la banque centrale. L'évolution favorable des finances de l'administration centrale a toutefois été en grande partie annulée par une aggravation du déficit financier des collectivités locales, qui est passé de FL 1,9 milliard en 1969 à FL 2,7 milliards en 1970. De même qu'en 1969, ce déficit a été couvert à raison d'un peu plus des trois cinquièmes (FL 1,7 milliard) par recours au marché financier et, pour le solde, par création de liquidités. En fin de compte, les besoins financiers du secteur public pris dans son ensemble n'ont donc été, avec FL 3,9 milliards, que légèrement inférieurs à ceux de 1969. L'importance de ce changement a été négligeable en tant que facteur permettant de compenser l'accroissement considérable des appels au crédit du secteur privé, mais le mode de financement a contribué à restreindre la formation de liquidité.

L'année dernière, le déficit financier des secteurs «ménages» et «entreprises», calculé sur la base des transactions, a fait un bond qui l'a porté à FL 10 milliards, contre FL 7,2 milliards en 1969 et FL 4,9 milliards en 1968. En raison des mesures d'encadrement du crédit, l'expansion des encours bancaires à court et à moyen terme n'a dépassé que de peu le chiffre de 1969, pour se situer juste au-dessus de FL 2,7 milliards. D'autre part, le volume des nouveaux emprunts lancés sur le marché financier, y compris les émissions pour compte privé et les prêts hypothécaires, s'est accru d'environ FL 1,3 milliard, pour atteindre presque FL 5,7 milliards. De plus, sous l'influence du resserrement monétaire, les afflux — enregistrés ou non enregistrés — de crédits et de capitaux étrangers, ainsi que les autres apports d'origine non identifiée, se sont élevés à FL 4,4 milliards environ, contre FL 2,8 milliards l'année précédente.

Le total net des fonds obtenus sur le marché financier (compte tenu des émissions pour compte privé et des prêts hypothécaires) a atteint, en 1970, FL 11,7 milliards, progressant à un taux de 16,5%, contre 1,6% seulement en 1969. Un changement



frappant s'est produit dans le solde des opérations sur titres avec des non-résidents; tandis que ceux-ci avaient effectué des ventes nettes d'un montant de FL 390 millions en 1969, on a enregistré l'an dernier FL 720 millions d'achats nets. Bien que ces achats aient représenté moins de 7% du total des ressources offertes, le renversement de position par rapport à 1969 a été responsable, pour plus des deux tiers, de l'accroissement du pourcentage global d'une année à l'autre. Les niveaux comparés des taux d'intérêt ne sont pas sans rapport avec cette évolution. Le rendement de certaines obligations d'Etat s'est élevé jusqu'à un maximum d'environ 8½% au printemps de 1970 et est resté supérieur à 8% jusqu'à l'échéance de fin d'année. Mais la fermeté du florin est venue conférer aux valeurs néerlandaises un attrait supplémentaire.

Le volume total de la masse monétaire et des liquidités secondaires (y compris les effets du Trésor) s'est accru l'an dernier de 10½%, soit au même taux qu'en 1969. Cette progression n'a été que légèrement inférieure à celle du produit national brut (près de 11%), qui provenait pour plus de moitié de la hausse des prix. Ainsi, malgré les efforts déployés pour mettre en œuvre le resserrement du crédit, les conditions monétaires n'ont été, en fait, que modérément restrictives, en raison surtout de l'afflux important de capitaux. Pour empêcher que ces entrées ne s'amplifient encore, les autorités ont permis le lancement d'émissions internationales pour un montant appréciable, sous forme de billets libellés en florins néerlandais qui ne pouvaient être offerts qu'à des non-résidents et dont le produit devait être utilisé à l'étranger. De plus, en vue d'assurer la réexportation de fonds entrés aux Pays-Bas, sous l'influence principalement de facteurs saisonniers, la Nederlandsche Bank a conclu en octobre avec les banques des opérations de swap à trois mois pour un montant de FL 620 millions.

Pour 1971, le système de l'encadrement du crédit est maintenu, et l'expansion des prêts à court terme au secteur privé est limitée à 4% pour les quatre premiers mois, contre 5% en 1970. En vue de décourager les entrées de capitaux, la Nederlandsche Bank a ramené son taux d'escompte de 6 à 5½% en avril. Au début de mai, les autorités ont laissé le florin, comme le deutsche mark, s'apprécier librement et, par la suite, certaines banques ont cessé de servir des intérêts sur les dépôts à vue, en florins, de non-résidents. Bien que la décision de laisser flotter en hausse le cours du florin sur le marché des changes puisse aggraver le déficit de la balance des paiements courants, elle devrait contribuer à contrecarrer l'inflation de la demande et des coûts, qui se poursuit avec vigueur.

*Suisse.* Sous l'effet de l'accumulation des pressions qui se sont exercées sur la demande au cours des derniers mois de 1969, de nouvelles mesures de restriction monétaire s'imposaient au début de 1970. En février, le taux de progression autorisé des encours qui, aux termes d'une convention-cadre conclue pour la période août 1969 à juillet 1970, était en moyenne de 9,7%, a été ramené à 8,25% en accord avec les banques. En même temps, l'application du système des plafonds a été prolongée jusqu'en juillet 1971. En contribuant à maintenir des taux d'intérêt peu élevés par rapport à ceux qui étaient pratiqués à l'étranger, le contrôle direct du crédit a appuyé les efforts de la Banque Nationale visant à décourager les entrées nettes de capitaux. Dans la même intention, la banque centrale a maintenu le taux de l'escompte à 3¾% et adopté une attitude restrictive à l'égard des réescomptes et des avances. Pour parer aux pénuries

temporaires de liquidités qui auraient pu entraîner des rapatriements d'avoirs étrangers, elle a mis à la disposition des banques de larges facilités de swap. En outre, en limitant l'octroi d'autorisations d'émission d'emprunts obligataires, les autorités ont veillé à ce que le volume des émissions d'origine nationale soit adapté à la capacité d'absorption du marché. Lorsque, en dépit de ces précautions, de fortes tensions se sont produites, les émissions étrangères ont été suspendues durant tout l'été. Les prêts bancaires à des non-résidents ont toutefois été autorisés de façon libérale pour contribuer à compenser, dans une certaine mesure, les entrées de capitaux étrangers.

En conformité avec les exigences de la politique économique intérieure, les taux d'intérêt suisses ont suivi une courbe ascendante pendant le premier semestre de 1970, tout en restant nettement inférieurs aux taux en vigueur à l'étranger. A partir du second semestre toutefois, la politique monétaire s'est heurtée à des difficultés croissantes, les taux du court terme continuant à baisser fortement sur les marchés internationaux et ceux du long terme s'infléchissant également. Le rendement des obligations de la Confédération helvétique, après avoir monté de plus d'un point au cours de la période de douze mois s'achevant en juin 1970, pour atteindre un maximum de 5,9%, est redescendu à 5,3% en avril 1971. Le taux des dépôts bancaires à trois mois qui, contrairement à la tendance du marché international, avait progressé de 5 à 5½% de janvier à octobre, a dû être ensuite ajusté en baisse, avant tout pour des raisons d'ordre extérieur, et ramené à 3½% en avril 1971.

En revanche, les taux d'intérêt qui revêtent une importance primordiale sur le plan de l'économie nationale, tels que ceux des obligations de caisse à moyen terme émises par les banques, des dépôts d'épargne et des créances hypothécaires, ont été généralement ajustés en hausse pendant la période considérée. Les taux des obligations de caisse qui, pour des raisons d'ordre intérieur, ont été relevés en automne avec l'autorisation de la Banque Nationale, présentent une importance particulière, en ce sens que la réduction de l'écart par rapport aux taux à échéance comparable du marché international aurait, croit-on, été l'un des facteurs responsables des rapatriements de plus en plus importants de capitaux détenus à l'étranger par des résidents suisses du secteur non bancaire. Quoi qu'il en soit, les banques ont réexporté une fraction considérable des devises qui ont afflué en Suisse. Pour contribuer à compenser ces entrées et pour limiter la formation d'actifs liquides, les autorités se sont montrées plus libérales dans l'autorisation des émissions étrangères de valeurs mobilières sur le marché helvétique au cours des derniers mois de 1970.

Si l'on considère l'ensemble de l'année, les bilans des banques portent davantage l'empreinte des succès que des faiblesses de la politique monétaire. Les prêts des banques à l'économie interne, qui avaient progressé de 12% en 1969, ont enregistré l'an dernier une expansion de 7,4% et se sont donc maintenus largement en dessous des plafonds. Cette évolution a contribué à un ralentissement du rythme de formation des dépôts bancaires (y compris les dépôts de non-résidents), qui est revenu de 21,6 à 12,7%. Dans ce total, les dépôts à terme et les obligations de caisse ont enregistré pendant l'année des progressions relativement faibles, de sorte que les banques ont dû émettre la contre-valeur de FS 1,2 milliard d'emprunts à long terme, contre la moitié seulement de ce chiffre en 1969. Cette attitude a peut-être été en partie motivée

par l'attrait présenté par les placements à l'étranger; les banques ont amélioré de quelque FS 1,5 milliard leur position extérieure nette pendant la période de douze mois s'achevant en septembre 1970.

Le total des émissions nettes de valeurs mobilières a, avec FS 4,1 milliards, atteint presque le même montant qu'en 1969, un fléchissement des augmentations de capital ayant été compensé par un accroissement des émissions d'obligations. Si l'on inclut les holdings financiers, établis en Suisse, d'entreprises non résidentes, les émissions étrangères se sont élevées à près de FS 1,3 milliard en 1970, soit environ le même montant qu'en 1969, la faiblesse de leur volume jusqu'au milieu de l'année se trouvant compensée par la suite.

Etant donné la persistance de l'inflation, l'accord sur la limitation de l'accroissement des encours bancaires a, au printemps de 1971, été prorogé pour une durée d'un an jusqu'en juillet 1972. Toutefois, pour favoriser la construction de logements et les investissements d'infrastructure, les plafonds spéciaux des prêts hypothécaires et des avances aux administrations publiques ont été quelque peu relevés. C'est ainsi qu'en plus de l'expansion de 8,25% autorisée pour le crédit, des prêts à ces fins particulières peuvent être accordés à concurrence de FS 500 millions au cours de la période d'un an commençant en août 1971. Sur un plan plus général, toutefois, on constate qu'au début du printemps le niveau des taux d'intérêt à l'étranger menaçait, en favorisant de nouveau les rapatriements de fonds détenus à l'étranger, de compromettre encore l'efficacité de la politique monétaire suisse. En outre, l'opinion était pleinement consciente du fait que toute mesure prise pour arrêter l'énorme afflux de fonds en Allemagne fédérale exposerait le franc suisse aux attaques directes de la spéculation. Aussi, quand les autorités allemandes ont, au début mai, laissé flotter le deutsche mark, la Suisse a-t-elle immédiatement réévalué sa monnaie.

*Autriche.* L'aménagement de la politique monétaire dans un sens légèrement restrictif a contribué à maintenir l'économie autrichienne dans la voie d'une expansion équilibrée en 1970. Le tableau d'ensemble ne s'est guère modifié d'une année sur l'autre. L'excédent de la balance des paiements a été légèrement plus faible, tandis que le déficit du budget de l'Etat est resté à peu près du même ordre, mais son financement a été assuré par un moindre recours qu'auparavant aux moyens monétaires. En janvier 1970, la Banque Nationale a porté le taux d'escompte de 4% à 5%. Puis, en février, en vue d'absorber les liquidités provenant de l'excédent de paiements, elle a placé pour SCH 1,5 milliard de bons de caisse auprès des banques. Les deux tiers de ces instruments ont été remboursés par anticipation au mois de mai du fait, surtout, que la balance des paiements est redevenue déficitaire pendant quelque temps. Le solde a été amorti en août, comme prévu initialement. Sous la pression de la demande de crédit émanant du marché intérieur, et étant donné le fléchissement des taux d'intérêt dans le monde, les banques se sont principalement tournées vers des sources étrangères pour satisfaire leurs besoins de liquidités. Elles ont développé leurs engagements extérieurs à un rythme bien plus rapide que leurs avoirs à l'étranger, spécialement pendant le second semestre, tout en comprimant leurs encours auprès de la banque centrale.

Les crédits bancaires à l'économie ont augmenté de près de 17%, soit approximativement le même pourcentage que l'année précédente. Les banques ont absorbé pour SCH 1,8 milliard d'obligations et d'effets du Trésor, soit pratiquement le même montant qu'en 1969. Au total, les avances au secteur privé se sont légèrement renforcées, tandis que les emprunts contractés par le secteur public ont quelque peu fléchi. Avec un taux de 14,4%, la croissance du volume global des dépôts auprès des établissements de crédit a été légèrement plus rapide qu'en 1969; de leur côté, les émissions de bons de caisse se sont élevées à SCH 3,6 milliards, soit un chiffre supérieur de 25% à celui de l'année précédente. La masse monétaire (monnaie en circulation et dépôts à vue) a progressé de 6,7%, contre 7,8% en 1969. Les émissions d'obligations ont atteint, déduction faite des remboursements, SCH 5,7 milliards, contre SCH 4,2 milliards en 1969. En valeur relative, les émissions brutes des autorités et des banques ont quelque peu fléchi, tandis que les souscriptions lancées par les autres emprunteurs ont progressé pour représenter 25% du total, contre 20% précédemment. En dépit des fluctuations considérables de taux d'intérêt qui se sont produites à l'étranger, les taux de rendement des fonds d'Etat ne se sont que légèrement tendus, passant de 7,6% en janvier 1970 à 7,9% au second trimestre, pour revenir à 7,8% en mars 1971.

En 1970, la politique monétaire des autorités autrichiennes ne s'est pas ressentie, de façon sensible, de l'afflux de capitaux étrangers. La flambée de caractère spéculatif provoquée par la crise monétaire internationale du début mai 1971 a été de courte durée, les autorités autrichiennes ayant, dans le sillage des mesures prises en Allemagne fédérale et en Suisse, procédé à la réévaluation du schilling.

*Danemark.* La recrudescence des exportations et des investissements en 1969, suivie d'une reprise d'une ampleur inattendue de la consommation des ménages, s'est traduite par une intensification des pressions sur les ressources disponibles au début de 1970 et par une aggravation du déficit des paiements courants.

Le dispositif de restrictions monétaires et budgétaires a été renforcé au printemps et en été. Par suite de l'adoption, en janvier 1970, du système de retenue à la source, les rentrées fiscales au titre de l'impôt sur le revenu ont fortement augmenté et le gouvernement a utilisé l'excédent croissant de recettes budgétaires pour améliorer sa position envers la banque centrale. En mars, en accord avec la Banque Nationale, les banques commerciales et les caisses d'épargne se sont engagées à ne pas accroître leurs crédits autres que les prêts destinés à la construction de logements sociaux et, en août, cet accord a été prorogé pour une durée indéterminée. Le gouvernement a, par ailleurs, différé la plupart de ses nouveaux projets de construction et de travaux publics, d'abord jusqu'à l'automne, ensuite jusqu'à la fin de 1970. D'autres mesures fiscales annoncées en mai portent notamment sur un relèvement de la taxe à la valeur ajoutée, qui passera de 12½ à 15% à partir du 1er juillet. Pour enrayer la hausse des prix, les autorités ont décidé d'indemniser les employeurs à concurrence de la moitié des relèvements salariaux que ces derniers auront été contraints de consentir pendant le quatrième trimestre de 1970 et le premier trimestre de 1971, pour compenser la hausse du coût de la vie. Il a enfin introduit en octobre, à titre temporaire, un blocage général des prix.

Malgré le léger fléchissement de la demande interne en automne et le ralentissement des importations, le déficit de la balance des paiements courants est demeuré fort élevé. Le projet de budget pour 1971-72, présenté en novembre, prévoit un excédent de KRD 3,6 milliards, alors que l'excédent d'exécution pour l'exercice 1970-71 s'est élevé à KRD 2,5 milliards. Etant donné le caractère déjà prononcé de la ponction ainsi opérée sur la liquidité bancaire, la Banque Nationale s'est employée à détendre la situation à partir de novembre en achetant des obligations et en octroyant des facilités spéciales de crédit.

Les prêts non prioritaires n'ont plus progressé à partir de l'automne, de sorte que, sur l'ensemble de l'année 1970, le volume global des encours des banques commerciales et des caisses d'épargne a augmenté à un taux inférieur à 7%, contre 15% en 1969. De surcroît, les dépôts bancaires ne se sont développés qu'à concurrence de 4½% au total l'an dernier, alors qu'ils avaient enregistré une expansion de 10½% en 1969. Sur le marché des obligations, les émissions nettes se sont élevées à KRD 6,7 milliards au total, contre KRD 8,1 milliards en 1969, année pendant laquelle la Banque Nationale avait effectué d'importants achats nets. La réforme de la législation sur les prêts hypothécaires, entreprise en juillet, a eu pour objet de réduire sensiblement les appels nets adressés au marché, mais seulement à l'issue d'une période transitoire.

A la suite de la baisse des taux d'intérêt à l'étranger, le taux d'escompte officiel a été ramené de 9 à 8% en janvier 1971. Il a été abaissé une nouvelle fois en avril à 7½%, et la Banque Nationale a fait savoir qu'elle procéderait à l'achat d'obligations en vue de fournir les liquidités nécessaires pour assurer une expansion des prêts bancaires compatible avec les plafonds, qui ont été maintenus après avoir subi une légère modification. Simultanément, elle a abrogé les dispositions introduites en 1965, aux termes desquelles les banques étaient tenues d'effectuer des dépôts sur les livres de la banque centrale en fonction de la progression de leurs exigibilités, et annoncé pour le mois de juillet une première tranche de remboursement des dépôts ainsi constitués.

Les nouvelles conventions collectives nationales, conclues en mars, prévoient un relèvement immédiat de 4½% des salaires, auquel viennent s'ajouter des majorations pour compenser la hausse du coût de la vie. Peu de temps après, le gouvernement a substitué au blocage des prix un ensemble de mesures stipulant que seules les hausses de salaires prévues dans les conventions collectives – à l'exclusion de tout «dérapage des salaires» – pourront être répercutées sur les prix. Il a décidé en outre de limiter le versement de dividendes et de majorer l'impôt sur les plus-values en capital. Il reste à voir dans quelle mesure ces dispositions contribueront au redressement de la balance des opérations courantes, qui s'impose de toute urgence.

*Suède.* L'encadrement rigoureux du crédit appliqué en 1969 a été renforcé l'an dernier par l'adoption de mesures de restriction budgétaire. En cours d'année, les pressions de la demande se sont atténuées, les comptes extérieurs se sont redressés et, au début de 1971, la politique monétaire a été assouplie en vue de stimuler les investissements de façon sélective.

A la suite d'une nouvelle accélération de l'expansion des encours bancaires au début de 1970, les pouvoirs publics et les banques ont conclu un nouvel accord en avril, aux termes duquel les banques commerciales acceptent de se plier à un renforcement de leurs réserves minimums et à l'obligation, également introduite en 1969, de constituer sur les livres de la Riksbank des dépôts à vue à concurrence de 1% du montant de leurs exigibilités. Elles se sont en outre engagées à suivre les directives officielles relatives au financement de la construction de logements et à limiter à 4% en décembre 1970 l'expansion globale de leurs autres crédits par rapport au niveau de la fin 1969. Etant donné l'utilisation croissante des lignes de crédit ouvertes, il a été décidé d'opérer une réduction générale de 20% des plafonds de découvert à la fin de juin 1970. En contrepartie de l'engagement pris par les banques d'observer l'ensemble des directives, la Riksbank a offert de rémunérer les dépôts obligatoires placés auprès d'elle par le système bancaire et l'application d'un taux de pénalisation sur les avances de la banque centrale a été prévue en cas d'inobservation des normes prescrites.

Ces dispositions ont eu pour effet d'enrayer l'expansion des encours des banques et, comme les comptes extérieurs faisaient apparaître un déficit pour la deuxième année de suite, les dépôts n'ont enregistré qu'une très faible progression. Les banques commerciales ont, en application des directives, continué à développer leurs prêts à la construction de logements, tandis que les achats d'obligations hypothécaires par les autres banques et les compagnies d'assurance du secteur privé se sont inscrits en recul. Les banques commerciales ont également renforcé leur portefeuille d'obligations hypothécaires (qui sont considérées comme des avoirs liquides), mais dans une moindre mesure qu'en 1969 et au prix d'une réduction sensible de leur portefeuille de valeurs d'Etat. En outre, leurs encours de crédit aux entreprises industrielles et commerciales ont accusé un fléchissement constant en été et en automne et, n'ayant marqué aucune progression nette sur l'ensemble de 1970, sont restés largement en deçà du plafond.

La politique budgétaire a été renforcée par petites touches, bien que tardivement, au moyen surtout de majorations des taux de la taxe à la valeur ajoutée et de compressions dans les dépenses. En 1970, l'exécution du budget a fait apparaître un déficit de KRS 3,2 milliards, contre KRS 3,8 milliards en 1969. Au surplus, le montant de ressources financières à long terme obtenues en dehors du système bancaire s'est développé, de sorte que le recours net du Trésor au financement monétaire est tombé à KRS 1,9 milliard en 1970, contre KRS 3 milliards en 1969. Par suite de l'allègement du portefeuille de fonds publics des banques commerciales, le gouvernement a collecté KRS 1,2 milliard de ressources à court terme auprès de la Caisse d'Epargne Postale et du Fonds National de Pension, et emprunté KRS 1,6 milliard auprès de la Riksbank.

Le changement radical intervenu d'une année sur l'autre dans l'attitude du système bancaire qui, d'acheteur net d'obligations en 1969, est passé à la position de vendeur net, n'a été que partiellement contrebalancé par un recul sensible des emprunts du secteur public sur le marché financier. Par suite du ralentissement de l'activité de la construction de logements, les émissions d'obligations hypothécaires ont également fléchi en 1970, tandis que le volume des emprunts lancés par les sociétés industrielles s'est maintenu à un faible niveau après s'être fortement contracté en 1969.

L'encours global net du marché du crédit s'est accru de KRS 16 milliards seulement en 1970, contre KRS 17,2 milliards en 1969 et KRS 19,9 milliards en 1968. Le fléchissement de KRS 3,6 milliards en 1969 à KRS 1,2 milliard en 1970 du montant total des prêts accordés par les banques commerciales a été compensé, en partie, par une progression des avances de la Caisse Nationale des Pensions et, dans une moindre mesure, par un développement des concours accordés par les autres banques. Les emprunts effectués par le secteur des entreprises sur le marché interne n'ont représenté que KRS 3,9 milliards en 1970, contre KRS 4,2 milliards en 1969 et KRS 7,3 milliards en 1968; cependant, devant la persistance des restrictions monétaires à l'intérieur du pays, les entreprises ont été amenées l'an dernier à contracter davantage de crédits commerciaux à l'étranger. En raison du resserrement de leur position de liquidité, un grand nombre de collectivités locales ont été incitées à aggraver le poids de leurs impôts en 1970 et, partant, à intensifier les contraintes imposées au secteur privé.

La réapparition d'un excédent de paiements à la fin de l'année s'étant traduite par un renforcement des dépôts et de la position de liquidité des banques commerciales, l'encours de ces dernières auprès de la Riksbank, qui s'était maintenu à un niveau fort élevé pendant la majeure partie de 1970, a fléchi à KRS 574 millions en décembre, contre KRS 880 millions un an auparavant. Au début de 1971, au moment où la politique budgétaire a été aménagée dans un sens nettement plus restrictif, les autorités ont décidé d'abolir les limitations quantitatives du crédit, étant entendu que les prêts à la consommation ne devraient marquer aucun accroissement. Les banques ont été

**Suède: Flux net de crédits.**

Prêteurs	Années	Emprunteurs				
		Etat	Collectivités locales	Secteur du logement	Secteur des entreprises	Total
		en millions de couronnes suédoises				
Riksbank . . . . .	1968	1.230	10	110	30	1.380
	1969	1.510	—	10	20	1.480
	1970	1.600	—	30	—	1.630
Banques commerciales . . . . .	1968	260	20	2.000	3.390	5.670
	1969	1.530	220	1.180	650	3.580
	1970	— 840	110	1.990	30	1.230
Autres banques . . . . .	1968	510	650	2.090	980	4.230
	1969	— 10	350	2.560	680	3.580
	1970	1.090	330	1.640	900	3.960
Organismes publics d'assurances . . . . .	1968	530	490	2.780	1.890	5.690
	1969	590	600	2.810	1.610	5.610
	1970	760	670	3.270	2.030	6.730
Organismes privés d'assurances . . . . .	1968	190	110	890	600	1.790
	1969	— 280	160	1.340	630	1.850
	1970	370	60	750	710	1.890
Divers . . . . .	1968	650	50	10	450	1.160
	1969	460	— 10	—	690	1.140
	1970	230	10	20	320	580
Total . . . . .	1968	3.370	1.340	7.880	7.330	19.920
	1969	3.800	1.320	7.880	4.240	17.240
	1970	3.210	1.180	7.700	3.930	16.020

invitées à affecter en priorité les crédits aux investissements industriels et, pour les aider à atteindre cet objectif, il a été convenu de ne plus faire dépendre les conditions d'accès aux avances de la banque centrale du respect des prescriptions en matière de réserves de liquidité et de dépôts obligatoires. L'abaissement du taux d'escompte de 7 à 6½% en mars a été suivi, en avril, de l'annonce de mesures budgétaires destinées à ranimer le marché de l'emploi. Vers la fin avril, le taux de l'escompte a subi une nouvelle réduction, qui l'a ramené à 6%.

*Norvège.* Sous l'effet de la recrudescence des dépenses d'investissement en capital fixe, la demande globale a poursuivi sa forte expansion en 1970. Cependant, devant l'utilisation quasi totale des ressources productives disponibles, la pression de la demande a conduit à une aggravation des comptes extérieurs et à une hausse accentuée des prix.

En 1970, et pour la première fois depuis de longues années, la politique budgétaire a été orientée dans un sens expansionniste. La réforme générale du régime des impôts mise en œuvre en janvier 1970, qui prévoit un transfert du poids de la fiscalité, par un allègement des impôts directs et un relèvement des droits indirects, a eu pour conséquence un renversement de la situation budgétaire qui, d'un excédent d'exécution des opérations à caractère définitif de KRN 137 millions en 1969, s'est soldée par un déficit estimé initialement pour l'an dernier à KRN 1.215 millions. Il convient toutefois de noter que ce revirement correspond en partie à une perte exceptionnelle de recettes résultant d'une modification du calendrier de recouvrement des impôts, qui a eu sa contrepartie dans un renforcement important de la trésorerie des entreprises.

Dans les objectifs monétaires pour 1970, les autorités avaient prévu un accroissement de KRN 8,9 milliards de l'ensemble des nouveaux crédits au secteur privé et aux collectivités locales, ce qui représente une progression de près de KRN 2,4 milliards. Elles tablaient sur la collecte d'un important volume de ressources à l'étranger et sur une progression de faible ampleur seulement des prêts à l'économie interne. La priorité donnée au financement à long terme par l'intermédiaire des banques d'Etat et du marché des obligations impliquait le ralentissement du rythme d'expansion des encours des banques commerciales et des caisses d'épargne, ramené de 13% en 1969 à 8% en 1970.

Pour contribuer à assurer l'observation de ces normes, les autorités ont resserré à plusieurs reprises la politique monétaire. Soucieuses de neutraliser les répercussions de la réforme fiscale sur la liquidité, elles ont décidé, au printemps, de relever à titre temporaire le coefficient des réserves liquides des banques et d'obliger ces dernières à constituer une réserve spéciale d'actifs liquides de premier rang. Lorsqu'il est apparu en été que, selon toute vraisemblance, les normes de progression des prêts seraient dépassées, le coefficient de liquidité a été augmenté en plusieurs étapes, pour être porté de 13 à 16% en octobre dans le cas des grandes banques. De surcroît, des limitations ont été apportées à l'octroi de crédits par les sociétés de financement des ventes à tempérament et des versements ont été prévus à titre de pénalité en cas de dépassement.

Les banques commerciales et d'épargne ont, en 1970, développé leurs crédits à concurrence de KRN 2,6 milliards, soit 10%, taux nettement supérieur au plafond



de 8%. Grâce à une progression de KRN 4,9 milliards (15%) des dépôts, les banques ont pu facilement faire face à l'extension de leurs obligations de réserve, tout en réduisant leurs appels aux concours de la banque centrale. L'accroissement de KRN 8,6 milliards du volume global des crédits fournis par le marché intérieur a également dépassé les niveaux autorisés – fixés à KRN 7,3 milliards – alors que les ressources collectées à l'étranger ont été inférieures aux prévisions.

Devant l'intensification de la hausse des prix à la consommation à partir de l'été, les autorités ont plus tard dans l'année accentué le caractère restrictif de leur politique. Un relèvement du versement initial pour les ventes à tempérament de voitures automobiles a été suivi, en novembre, d'une majoration des droits indirects sur certaines boissons, ainsi que sur les hydrocarbures. Grâce à la forte progression conjoncturelle des recettes fiscales, le déficit d'exécution du budget de l'exercice 1970 s'est établi à KRN 346 millions, contre un chiffre de KRN 1.215 millions prévu initialement. Le budget de l'Etat pour l'exercice 1971 a été conçu de façon à dégager un excédent de KRN 200 millions des opérations à caractère définitif. D'après la loi de finances, l'expansion des prêts des banques commerciales doit être limitée, en principe, à un taux de 8% et, pour en faciliter le respect, des obligations de réserve supplémentaires, équivalentes à la moitié du montant dépassant les normes fixées, ont été prescrites à nouveau. En outre, des mesures prises en décembre prévoient l'ajournement de l'exécution des investissements publics, la réduction de 10% des plafonds fixés à la construction privée et des contingents de prêts alloués aux banques d'Etat, un durcissement de la réglementation des émissions d'obligations et des emprunts à l'étranger et, enfin, un blocage temporaire des prix et l'interdiction d'accorder des relèvements de salaires non prévus dans les conventions collectives. S'il est vrai que ce train de mesures restrictives couvre un vaste domaine, le danger persiste néanmoins de voir la pression de la demande déboucher sur des hausses excessives de salaires et de prix.

*Finlande.* Poursuivant sa vigoureuse expansion amorcée à la fin de 1968, la demande globale s'est accrue de 14% en 1970. Cependant, par suite du plafonnement des exportations et de l'expansion de la demande interne en présence de tensions croissantes sur les capacités productives, le léger excédent dégagé par la balance des transactions courantes a fait place à un déficit. C'est pourquoi les autorités ont, dans le cadre des contrats nationaux de stabilisation, orienté leur action dans le sens d'une atténuation de la demande interne.

La reconduction pour 1970 du système de contrôle des prix et des salaires a permis de limiter la hausse des prix aux environs de 3%. Le budget de l'Etat pour l'exercice 1970 est demeuré restrictif. Au surplus, aux termes d'un accord portant sur la constitution d'un fonds d'action conjoncturelle, près de MF 300 millions ont été versés l'an dernier à des comptes bloqués sur les livres de la banque centrale par le secteur privé et MF 100 millions par le gouvernement. Eu égard aux contraintes exercées sur la liquidité par ces versements, il a été décidé en avril 1970 de supprimer le plafonnement liant l'accroissement des prêts bancaires à celui des dépôts. Les autorités ont toutefois réduit simultanément les contingents de réescompte des banques

commerciales et invité le système bancaire à comprimer le crédit à la consommation, ainsi que les autres encours susceptibles d'entraîner une augmentation des importations et des investissements.

L'aggravation persistante de la balance commerciale a conduit les autorités à prendre de nouvelles mesures en octobre. Etant donné la détente exercée sur la liquidité bancaire par l'afflux de capitaux étrangers, les contingents de réescompte sont demeurés restrictifs et les banques dépassant ou approchant ces limites ont été invitées à alléger de 20% certains de leurs engagements d'octroi de crédit. Les nouveaux projets d'investissement devant être financés sur des ressources de la banque centrale ont été différés. Des restrictions ont également été imposées sur les emprunts étrangers et, en novembre, les importations portant sur la plupart des biens de consommation ont été assujetties au système du dépôt préalable. En outre, les conditions de vente à tempérament, qui avaient déjà été renforcées en juillet, ont encore été rendues plus sévères. Enfin, il a été décidé d'appliquer, à partir de 1971, des intérêts de pénalité sur les concours obtenus de la Banque de Finlande au-delà des contingents.

L'application de la politique restrictive n'a pas empêché l'expansion de la masse monétaire de se poursuivre sans relâche. Les dépôts du public auprès des différents établissements de crédit se sont accrus de MF 2,3 milliards, soit à un taux de 14%, contre 13% en 1969. Le total des encours (déduction faite des prêts hypothécaires) de ces établissements a marqué une progression de MF 2,3 milliards, soit de 15½% (contre 14% l'année précédente), imputable, à concurrence de la moitié, aux banques commerciales, dont les appels à l'emprunt auprès de la banque centrale se sont élevés à MF 0,8 milliard à fin 1970, contre MF 0,5 milliard une année auparavant.

Pour l'année 1971, les accords nationaux de stabilisation n'ont pu être reconduits sur la même base que précédemment, étant donné qu'organisations ouvrières et patronat ne sont pas parvenus à s'entendre sur les ajustements de salaires. En conséquence, les autorités ont prorogé, sous une forme légèrement modifiée il est vrai, le système de contrôle des prix. Dans l'industrie du traitement du bois, en forte expansion, les autorités ont appliqué une taxe de régularisation de la conjoncture (MF 125 millions en 1971) se substituant à un renforcement des dépôts en compte bloqué, et le fonds d'action conjoncturelle a été augmenté de MF 150 millions. Les grèves déclenchées par les syndicats pour marquer leur opposition aux propositions du gouvernement en matière de salaires ont abouti à la conclusion de conventions collectives qui stipulent des augmentations nettement supérieures à celles qui avaient été envisagées initialement. Les prix à la consommation doivent s'accroître, selon les prévisions, d'environ 6%, alors qu'ils n'avaient progressé que de 2½% en moyenne depuis le printemps de 1968.

Le 20 mai, devant les nouvelles perspectives de détérioration de la balance commerciale, il a été décidé d'appliquer des restrictions quantitatives à l'importation de biens de consommation durables en attendant l'introduction de mesures budgétaires et monétaires visant à réduire les achats à l'étranger. Le lendemain, le taux officiel de réescompte a été porté de 7 à 8½%.

*Espagne.* Durant le premier semestre de 1970, la politique budgétaire comme la politique monétaire ont gardé une orientation restrictive, à la suite des mesures adoptées vers la fin de l'année précédente. Le régime des plafonds de crédit, auquel les autorités avaient eu recours pendant le quatrième trimestre de 1969, n'a toutefois pas été prorogé en 1970. A sa place, l'instrument principal de l'action restrictive a pris la forme, à partir de la mi-décembre 1969, d'un système de dépôts obligatoires, non rémunérés et consignés pendant six mois, et applicables à toutes les importations de marchandises, dont ils représentent 20% de la valeur. Il en est résulté une ponction très forte sur la liquidité interne jusqu'au milieu de l'année environ. En complément, d'autres mesures de limitation du crédit ont été prises au début de 1970. La réglementation des ventes à tempérament a été rendue plus restrictive et, en mars, le taux de l'escompte a été relevé d'un point et porté à 6½%. Cette décision a entraîné un alignement correspondant de toute la structure des taux d'intérêt, étant donné que de nombreux taux avaient été rattachés directement au taux de l'escompte en juillet 1969. En outre, sur le plan des finances publiques, l'exécution de dépenses d'investissement reportées du budget de 1969 a été différée.

Pendant le second semestre de 1970, la situation monétaire a changé. D'une part, la position de liquidité s'est améliorée, parce qu'en premier lieu l'effet restrictif exercé sur la monnaie par les dépôts à l'importation a cessé de se faire sentir lorsque les importateurs n'ont plus eu qu'à renouveler leurs dépôts, et ensuite parce que les autorités n'ont rien fait pour combattre l'afflux de liquidités résultant de l'important excédent de la balance des paiements. En revanche, la demande de nouveaux concours bancaires s'est atténuée.

Pour l'ensemble de l'année, l'expansion de la masse monétaire (au sens étroit du terme) a été très faible pour l'Espagne avec 5,9%, contre 14,7% en 1969. Ce ralentissement a toutefois été dû en grande partie à la hausse des taux d'intérêt, qui a provoqué un déplacement sensible de fonds des dépôts à vue vers ceux à terme. Néanmoins, l'accroissement des disponibilités monétaires et quasi monétaires n'a été que d'environ 15%, contre 19% pour chacune des deux années précédentes. Les prêts des établissements de crédit au secteur privé ont progressé en 1970 de 14,9%. Là encore, il s'agit d'un taux faible pour l'Espagne, où le volume des encours a augmenté en moyenne de quelque 20% par an au cours des cinq dernières années. De plus, ce taux a continué de fléchir dans le courant de l'année, pour atteindre un creux de 12,6% au quatrième trimestre. Le rythme d'expansion des dépôts s'étant brusquement accéléré au second semestre, les banques en ont profité, d'une part, pour réduire leur endettement à l'égard de la Banque d'Espagne, d'autre part pour reconstituer leur position de liquidité, qui avait été soumise à une forte pression au début de l'année. Le ratio de liquidité immédiate des banques commerciales a, en particulier, effectué une remontée spectaculaire, passant d'un minimum de 4,9% en février à 7,4% en décembre et à 8,2% en février 1971.

Sur le marché des valeurs mobilières, le montant net des émissions du secteur public a fortement fléchi en 1970, avec un total de PTA 22 milliards contre PTA 45 milliards en 1969. Les émissions du secteur privé ont toutefois continué de progresser à une allure rapide, pour atteindre PTA 118 milliards, contre PTA 93 milliards en 1969.

Fin 1970 et début 1971, les politiques budgétaire et monétaire sont devenues nettement expansionnistes. Bien qu'un coefficient de liquidité immédiate de 7½% ait été imposé dans les premiers jours de décembre aux banques commerciales, avec effet au 1er mars 1971, cette mesure s'inscrivait dans la ligne de la politique générale suivie par les autorités depuis 1969, consistant à contrôler plus strictement le système du crédit par une action sur la liquidité. L'objectif n'était donc pas d'exercer un effet de freinage, mais surtout de contenir les répercussions exercées sur la liquidité par la réduction de moitié, fin novembre, du dépôt obligatoire à l'importation. Le taux de l'escompte a été abaissé à 6% en deux étapes, respectivement en janvier et en avril. D'autres mesures ont été prises fin janvier pour favoriser l'expansion; il a été prévu notamment l'ouverture de nouvelles lignes de crédit en faveur de l'exportation et des industries de biens d'équipement, des facilités de prêt au logement et à l'agriculture et un assouplissement des conditions de vente à tempérament.

*Portugal.* L'augmentation de la production s'est affirmée l'an dernier dans l'industrie et la construction, et le fléchissement enregistré en 1969 dans la production agricole s'est trouvé, en grande partie, compensé. Les exportations ont accusé une progression plus accentuée qu'en 1969, tandis que l'accélération du rythme des investissements du secteur privé et de la consommation des ménages a également contribué à l'expansion générale de l'économie. Dans ces conditions, les importations se sont accrues et la hausse des prix est restée un problème crucial. Les recettes de l'Etat au titre du budget ordinaire ont augmenté plus rapidement que ses décaissements. La progression des dépenses affectées au Plan de développement s'est poursuivie à une cadence satisfaisante, mais les autres dépenses en capital du gouvernement se sont développées moins rapidement qu'en 1969.

Les disponibilités monétaires du secteur privé, qui s'étaient gonflées de 12% en 1969, n'ont augmenté que de 1½% l'an dernier, mais ses créances sous forme de quasi-monnaie ont progressé de quelque 33%, soit sensiblement plus vite qu'en 1969, et les banques ont bénéficié d'une expansion persistante des dépôts du secteur public. En raison d'un ralentissement de l'octroi des crédits d'escompte, les encours bancaires sur le secteur privé se sont développés de 19% en 1970, contre 22% en 1969. Les portefeuilles des banques en valeurs mobilières, tant privées que publiques, se sont sensiblement étoffés. De plus, les autres établissements de crédit ont considérablement intensifié leur activité de prêt à moyen et à long terme. Cette orientation vers les crédits et les dépôts à échéance plus éloignée a été encouragée par une refonte générale des taux d'intérêt, d'où il est résulté un élargissement de l'écart entre les taux de faveur consentis aux crédits à l'exportation et aux prêts à moyen terme d'une part, et ceux des placements d'épargne à plus long terme d'autre part. En même temps qu'elle procédait à ces aménagements, la Banque du Portugal a, en avril 1970, porté son taux d'escompte de 3 à 3½%. De plus, à partir de mai, des facilités ont été consenties à des taux privilégiés sur les crédits à moyen terme d'une durée maximum de sept ans (contre cinq ans précédemment) et, en août, les établissements de crédit ont été autorisés à assumer la charge de l'impôt sur le montant des intérêts perçus par les déposants, pour les dépôts d'une durée supérieure à 180 jours.

La hausse de 11% du montant total des dépenses prévues au titre du budget de l'Etat pour 1971 comprend une augmentation considérable des dépenses d'équipement au titre du Plan de développement. Pour encourager les investissements privés, le taux de l'impôt industriel payé par les sociétés a été ramené de 18 à 15% mais, pour compenser la perte de recettes fiscales qui en résulte, l'impôt sur la fortune et l'impôt foncier urbain ont été majorés. En février 1971, le taux de réescompte de base de la Banque du Portugal a été porté à 3¼%. Les taux de réescompte privilégiés ne sont pas modifiés, mais les taux maximums de rémunération des dépôts à terme auprès des établissements financiers ont été relevés. En même temps, pour permettre un accroissement des crédits de financement des investissements, le coefficient de réserve minimum des banques a été ramené de 14 à 12% en ce qui concerne les dépôts à vue, et des limites ont été imposées au montant des ressources liquides que les banques peuvent détenir en devises. Des mesures d'une plus vaste portée, récemment proposées en faveur du développement industriel et de l'amélioration de l'agriculture, comprennent la suppression du régime de l'autorisation préalable pour de nombreuses catégories d'investissements, ainsi que des dispositions en faveur de nouvelles facilités de crédit, de subventions, de provisions spéciales d'amortissement et de concessions tarifaires de caractère sélectif pour les nouveaux projets.

### III. ÉCHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX.

Bien que la croissance économique en termes réels des pays industrialisés du monde occidental se soit ralentie, son taux passant de 5% environ en 1969 à 2½% en 1970, le commerce international exprimé en termes nominaux a continué de progresser à une cadence à peu près aussi rapide qu'en 1969. Les exportations mondiales ont atteint \$279 milliards, en augmentation de \$35 milliards, soit d'environ 14½%. Le paradoxe apparent d'un développement rapide du commerce international dans une année marquée par des tendances à la récession s'explique, dans une large mesure, par le comportement des prix à l'exportation, dont le mouvement de hausse s'est accéléré, passant d'environ 3½% en 1969 à 5½%. En volume, la progression des exportations s'est ralentie, revenant de 10½% en 1969 à 8½%; ce dernier chiffre correspond approximativement au taux moyen d'augmentation des dix dernières années.

#### Commerce international.

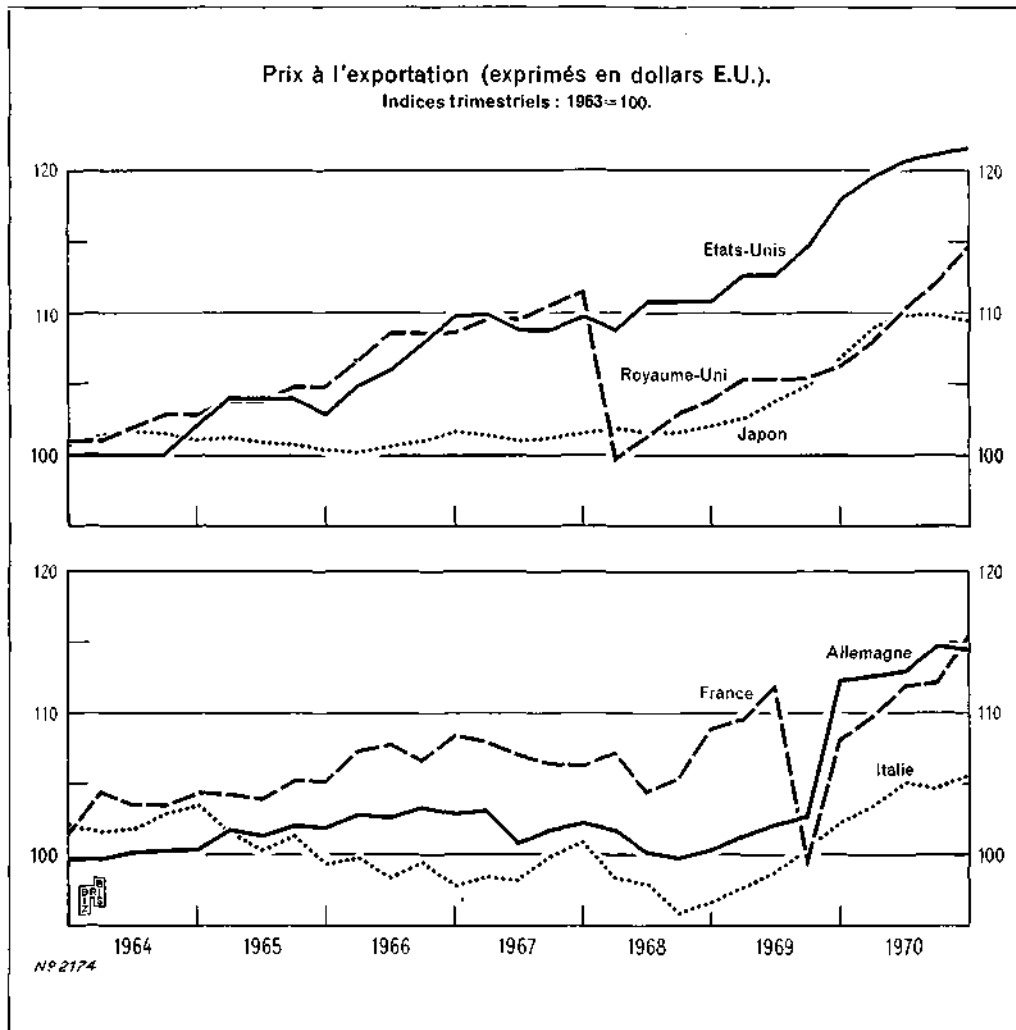
Zones	Exportations		Importations		Taux d'accroissement des			
					exportations		importations	
	1969	1970	1969	1970	1969	1970	1969	1970
	en milliards de dollars E.U.				en pourcentage			
<b>Zones développées</b>								
Europe occidentale								
C.E.E.	75,8	88,7	75,7	88,6	18,0	17,0	22,0	17,0
A.E.L.E. <sup>1</sup>	38,4	43,3	44,2	51,3	15,5	13,0	10,5	16,0
Autres pays	5,4	6,4	10,2	11,9	16,0	18,5	17,0	16,0
Total	119,6	138,4	130,1	151,8	17,0	15,5	17,5	16,5
Etats-Unis	38,0	43,2	38,3	42,5	9,5	13,5	8,5	11,0
Canada	14,4	16,9	14,3	14,5	9,5	17,0	14,0	2,0
Japon	16,0	19,3	15,0	18,9	23,5	21,0	15,5	25,5
Autres zones <sup>2</sup>	7,8	9,5	8,8	10,3	14,0	11,0	7,5	17,0
Total	195,6	226,3	206,5	238,0	15,5	15,5	15,0	15,0
<b>Zones en voie de développement</b>								
Amérique latine	12,4	.	12,3	.	10,0	.	10,0	.
Autres zones	36,0	.	37,1	.	13,0	.	7,5	.
Total	48,4	53,0	49,4	54,0	12,0	9,5	9,0	9,5
Total général <sup>3</sup>	244,0	279,3	255,9	292,0	14,5	14,5	13,5	14,0

<sup>1</sup> Y compris la Finlande et l'Islande. <sup>2</sup> Afrique du Sud, Australie et Nouvelle-Zélande. <sup>3</sup> 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 forte hausse des prix à l'exportation a été surtout le reflet des pressions inflationnistes qui se sont manifestées dans les pays industrialisés. Alors que de 1958 à 1968, les prix des exportations des pays industriels du monde occidental ont enregistré un taux annuel moyen de progression inférieur à 0,5%, faisant ainsi preuve d'une stabilité beaucoup plus grande que les prix intérieurs, l'avance de 10½%, notée au cours de ces deux dernières années, a été à peu près du même ordre de grandeur que la hausse du niveau des prix intérieurs. Cette divergence d'évolution paraît s'expliquer en partie par le fait que, de 1958 à 1968, les augmentations des prix intérieurs ont surtout affecté le secteur des services et ont eu, de la sorte, peu d'effet sur les prix à l'exportation; les explosions de salaires qui se sont produites dans plusieurs des principaux pays industriels au cours des deux dernières années ont toutefois exercé des répercussions marquées et immédiates sur les prix des exportations industrielles. Un deuxième facteur a été la réévaluation du deutsche mark à l'automne 1969. En raison des pressions exercées sur l'économie de la République fédérale par la demande et les coûts, cette mesure ne s'est pas seulement traduite par un relèvement correspondant des prix exprimés en dollars des exportations allemandes, mais elle a également, selon toute vraisemblance, amoindri la résistance opposée par d'autres pays à la majoration de leurs prix à l'exportation.

Du quatrième trimestre de 1968 au trimestre correspondant de 1970, l'indice des prix à l'exportation, exprimés en dollars, des pays industrialisés est monté de 11%. Si l'on ne considère que les plus grands pays, l'Allemagne fédérale se classe en tête, avec 15%, suivie par l'Italie (12%). Ces deux pays étaient pourtant partis d'une position très forte par rapport à leurs concurrents étrangers car, pendant la période de cinq ans se terminant fin 1968, leurs prix à l'exportation n'avaient pratiquement enregistré aucune augmentation. L'avance des prix à l'exportation du Royaume-Uni a été proche de la moyenne de 11% tandis que, pour les Etats-Unis, elle s'est située, avec 10%, légèrement en dessous. La position respective de ces deux pays était pourtant fort différente au début de la période considérée, les prix à l'exportation du Royaume-Uni, exprimés en dollars, ayant sensiblement baissé en 1968 par suite de la dévaluation du sterling, alors que ceux des Etats-Unis avaient déjà enregistré un mouvement ascendant prononcé entre 1965 et 1968. Au Japon, les prix à l'exportation ont monté de 8%, soit beaucoup moins que la moyenne et les prix français de 6% seulement, grâce à la dévaluation de 1969.

Une autre cause de la forte accélération de la hausse des prix dans les échanges internationaux, au cours des deux dernières années, a été l'évolution des cours des matières premières qui, après une période de stabilité prolongée, ont monté de 7%. En 1970, toutefois, leur hausse n'a été que de 3%, soit moins de la moitié de celle des produits manufacturés, ce qui a entraîné une détérioration sensible des termes de l'échange des pays en voie de développement. En fait, sur une base trimestrielle, la progression de l'indice des prix des matières premières exportées par les pays en voie de développement a cessé au dernier trimestre de 1969. Si l'on considère séparément les groupes de matières premières, on constate que le mouvement de hausse rapide des cours des minerais métalliques et du café, du thé et du cacao, en grande partie responsable de l'augmentation de l'indice moyen annuel des prix de 1968 à 1970, s'est partiellement inversé pendant cette dernière année. Les prix des combustibles,



au contraire, qui n'avaient enregistré aucune augmentation durant les années précédentes, ont monté de 7% entre le dernier trimestre de 1969 et celui de 1970, et ceux des céréales, après avoir baissé de 7% entre le second trimestre de 1969 et la période correspondante de 1970, ont remonté du même pourcentage au second semestre de 1970.

En plus des effets des augmentations de prix, un autre élément a joué un rôle important dans l'expansion, en termes de dollars, du commerce international en 1970, à savoir la vivacité assez surprenante de la demande de produits importés aux Etats-Unis, où les tendances à la récession étaient pourtant très prononcées l'an dernier. Alors qu'en 1968 le fléchissement, en volume, du produit national brut de ce pays avait provoqué une contraction de la valeur des importations, la croissance de ces dernières s'est accélérée en 1970, passant à environ 11%, contre 8½% en 1969. Au Canada, en revanche, une situation conjoncturelle analogue a déterminé un ralentissement accentué, de 14 à 2%, du rythme d'expansion des importations. Les achats de l'Europe



**Principaux pays industriels:**  
**Progression des exportations à destination des différentes zones.**  
(Sur la base des valeurs en dollars)

Zones	Années	Zones destinataires						
		Europe occidentale		Amérique du Nord	Japon	Autres pays développés <sup>2</sup>	Pays en voie de développement	Total
		C.E.E.	A.E.L.E. <sup>1</sup>					
en pourcentage par rapport à l'année précédente								
C.E.E. . . . .	1968	18,0	7,0	28,5	9,0	5,5	12,0	14,5
	1969	26,0	14,5	4,5	16,0	12,5	11,5	18,0
	1970	18,5	17,0	10,5	33,0	15,0	15,5	17,0
A.E.L.E. <sup>1</sup> . . . . .	1968	10,0	6,0	17,5	1,5	2,0	10,0	8,5
	1969	18,5	17,0	4,5	30,0	13,5	16,5	15,5
	1970	15,0	19,0	3,0	14,5	10,5	9,0	13,0
Amérique du Nord . . . . .	1968	8,0	10,5	19,0	9,0	3,0	8,5	11,5
	1969	14,5	4,5	14,0	16,0	5,0	4,0	10,0
	1970	23,5	18,5	3,5	33,0	19,0	17,5	14,5
Japon . . . . .	1968	25,5	4,0	35,0	—	15,5	22,0	24,0
	1969	41,0	3,0	23,0	—	36,5	22,0	23,5
	1970	34,5	46,5	19,5	—	33,0	13,5	21,0

<sup>1</sup> Y compris la Finlande, mais à l'exclusion de l'Islande.    <sup>2</sup> Y compris les pays à économie planifiée.

occidentale ont continué de se développer à peu près à la même allure qu'en 1969, bien que le taux de croissance des importations des pays de l'A.E.L.E. se soit accéléré, passant de 10½ à 16%, tandis que celui des pays de la C.E.E. est tombé de 22 à 17% environ. Le taux de progression des importations japonaises est passé de 15½ à 25½%.

Comme on pouvait s'y attendre au vu de l'évolution de la situation conjoncturelle dans le monde, l'Amérique du Nord a été la seule zone à enregistrer en 1970 un mouvement plus fortement ascendant des exportations qu'en 1969. Le rythme d'augmentation des ventes canadiennes à l'étranger s'est hissé de 9½ à 17%, et celui des livraisons des Etats-Unis de 9½ à 13½%. Si la cadence de développement des échanges entre les Etats-Unis et le Canada a brutalement fléchi, celle des exportations de l'Amérique du Nord s'est accélérée de 14½ à 23½% à l'égard de la C.E.E., de 4½ à 18½% à l'égard de l'A.E.L.E. et de 4 à 17½% vis-à-vis des pays en voie de développement. De même, en ce qui concerne la C.E.E., si l'expansion des échanges intracommunautaires s'est ralentie, les ventes à destination de toutes les autres zones – Amérique du Nord et Japon en particulier – se sont accrues plus rapidement qu'auparavant. Dans le cas des pays de l'A.E.L.E., en revanche, la situation a été exactement inverse. Enfin, la progression des exportations japonaises a sensiblement diminué à l'égard des pays en voie de développement, mais elle s'est poursuivie assez régulièrement vis-à-vis de l'Amérique du Nord; le rythme d'accroissement des ventes du Japon à l'Europe occidentale (pays de la C.E.E. et de l'A.E.L.E. seulement) s'est accéléré de 17½ à 40%, même si ce groupe n'entre toujours qu'à concurrence d'un huitième dans les exportations japonaises.

### Balances des paiements.

A l'exception du Japon, les balances des paiements des principales zones industrielles du globe, mesurées par les variations de la position extérieure nette des réserves officielles, ont toutes présenté un aspect très différent de celui de 1969. La balance globale des pays de la C.E.E. est passée d'un déficit de \$4,4 milliards à un excédent de \$9,1 milliards; le surplus de \$2,7 milliards enregistré en 1969 sur la base des règlements officiels par les Etats-Unis a fait place à un déficit de \$10,7 milliards; la balance des paiements du Canada, qui avait été approximativement en équilibre en 1969, a dégagé un solde positif de \$1,6 milliard, et les pays de l'A.E.L.E. ont amélioré de \$1,6 milliard leur position excédentaire, qui est passée à \$2,9 milliards. En fin de compte, le surplus global des principales zones industrielles a augmenté de \$0,5 milliard, pour s'établir à \$3,9 milliards, compte non tenu de la contrepartie de l'allocation initiale de D.T.S. Ce mouvement ne s'est pas accompagné d'une détérioration correspondante dans la balance des paiements du reste du monde, qui enregistre au contraire

### Balances des paiements des principales zones industrielles.

Postes	Années	Etats-Unis	Canada	Japon	C.E.E.	A.E.L.E. <sup>1</sup>	Total
		en milliards de dollars E.U.					
Balance commerciale . .	1968	+ 0,6	+ 1,4	+ 2,5	+ 5,3	- 4,4	+ 5,4
	1969	+ 0,7	+ 0,9	+ 3,7	+ 3,7	- 3,4	+ 5,6
	1970	+ 2,2	+ 3,0	+ 4,0	+ 5,8	- 5,1	+ 9,9
Services et transferts . .	1968	+ 0,8	- 1,5	- 1,5	- 1,2	+ 3,9	+ 0,5
	1969	+ 0,1	- 1,6	- 1,6	- 1,5	+ 4,7	+ 0,1
	1970	+ 0,1	- 1,7	- 2,0	- 3,4	+ 5,4	- 1,6
Balance des paiements courants . . . . .	1968	+ 1,4	- 0,1	+ 1,0	+ 4,1	- 0,5	+ 5,9
	1969	+ 0,8	- 0,7	+ 2,1	+ 2,2	+ 1,3	+ 5,7
	1970	+ 2,3	+ 1,3	+ 2,0	+ 2,4	+ 0,3	+ 8,3
Mouvements nets de capitaux (à l'exclusion des fonds bancaires, mais y compris les erreurs et omissions) .	1968	- 3,4	+ 0,5	+ 0,1	- 6,0	+ 0,1	- 8,7
	1969	- 5,9	+ 1,3	+ 0,2	- 8,8	+ 0,2	- 13,0
	1970	- 5,6	+ 0,4	- 0,6	+ 3,8	+ 2,3	+ 0,3
Variations dans la position extérieure nette des banques <sup>2</sup> . . . . .	1968	+ 3,7	- 0,3	- 0,2	- 0,8	- 1,6	+ 0,8
	1969	+ 7,8	- 0,5	- 1,5	+ 2,2	- 0,2	+ 7,8
	1970	- 7,4	- 0,1	- 0,4	+ 2,9	+ 0,3	- 4,7
Variations dans la position extérieure nette des autorités (à l'exclusion de la contrepartie des allocations de D.T.S.) .	1968	+ 1,7	+ 0,1	+ 0,9	- 2,7	- 2,0	- 2,0
	1969	+ 2,7	+ 0,1	+ 0,8	- 4,4	+ 1,3	+ 0,5
	1970	- 10,7	+ 1,6	+ 1,0	+ 9,1	+ 2,9	+ 3,9

<sup>1</sup> Y compris la Finlande et l'Islande. <sup>2</sup> Dans les tableaux suivants par pays, sauf pour les Etats-Unis, ce poste est considéré comme un poste monétaire.

une amélioration d'environ \$1 milliard; il a sa source dans les placements de capitaux officiels effectués sur le marché de l'euro-dollar. On trouvera à la page 19 du Chapitre I des explications sur le processus qui a abouti à ce résultat.

La progression des réserves officielles détenues sur le marché de l'euro-dollar a joué également un rôle très important dans le changement de sens qui s'est opéré dans la balance consolidée des mouvements de capitaux des pays industriels, laquelle s'est soldée par \$0,3 milliard d'entrées, contre \$13 milliards de sorties en 1969. Plus importante encore a été, dans ce renversement, l'influence exercée par la réduction de l'endettement des banques américaines sur le marché de l'euro-dollar, et par le fait que les capitaux ainsi libérés ont été reprêtés, par les banques opérant sur ce marché, à des entreprises du secteur non bancaire domiciliées en Europe et même, pour une certaine part, à des sociétés aux Etats-Unis. Du côté des origines, ce mouvement de fonds ne s'est évidemment reflété que dans les positions extérieures des banques tandis que, du côté des utilisations, il a déterminé des variations correspondantes des soldes des mouvements de capitaux. Ainsi, la balance consolidée du groupe comprenant les pays de la C.E.E. et ceux de l'A.E.L.E., qui s'était soldée en 1969 par \$8,6 milliards d'exportations nettes de capitaux, a changé de sens en 1970, enregistrant \$6,1 milliards d'importations nettes. Quant à la balance des mouvements de capitaux des Etats-Unis, elle s'est améliorée de \$0,3 milliard, malgré une expansion appréciable des investissements directs américains à l'étranger et une réduction des achats de valeurs mobilières américaines par les non-résidents; cette amélioration a été due principalement à une diminution sensible des sorties de capitaux à court terme (y compris les « Erreurs et omissions ») provenant du secteur non bancaire des Etats-Unis et se dirigeant principalement vers le marché de l'euro-dollar.

Les variations enregistrées par la balance des mouvements de capitaux ont eu pour principale contrepartie le renversement, à concurrence de \$15,2 milliards, des positions extérieures des banques des Etats-Unis (de \$7,8 milliards d'emprunts nets en 1969 à \$7,4 milliards de remboursements en 1970). Le montant net des nouveaux emprunts à l'étranger des banques des pays de l'A.E.L.E. et de la C.E.E. s'est en revanche accéléré, passant de \$2 milliards en 1969 à \$3,2 milliards l'an dernier. Les nouveaux prêts à l'étranger des banques japonaises se sont élevés à \$0,4 milliard seulement en chiffres nets, contre \$1,5 milliard en 1969, mais ce fléchissement a été compensé en grande partie par un renversement des mouvements de fonds du secteur non bancaire, \$0,2 milliard d'entrées nettes en 1969 ayant fait place à \$0,6 milliard de sorties.

Dans la balance globale des principales zones industrielles, une note réconfortante a été apportée par le renforcement de l'excédent des transactions courantes du groupe, qui s'est accru de \$2,6 milliards, passant à \$8,3 milliards. Exception faite d'une légère détérioration de la balance des transactions courantes des autres pays développés, cette évolution indique un transfert accru de ressources réelles vers les pays en voie de développement. La balance consolidée des paiements courants des pays d'Amérique du Nord est passée d'une position d'équilibre à un excédent de \$3,6 milliards; cette amélioration est intervenue en totalité dans la balance commerciale. Fait plus surprenant étant donné la situation conjoncturelle des pays de la C.E.E.,

l'excédent commercial de ce groupe a également progressé, à concurrence de \$2,1 milliards. Ce gain a toutefois été compensé en grande partie par une aggravation de \$1,9 milliard des dépenses invisibles nettes de ces pays. L'excédent courant des pays de l'A.E.L.E. est tombé, en revanche, de \$1,3 milliard à \$0,3 milliard, la Suisse intervenant pour plus de la moitié dans ce recul.

\* \* \*

*Etats-Unis.* De même qu'en 1969, les deux modes de présentation de la balance américaine des paiements ont fait apparaître, l'an dernier, des résultats nettement divergents. Si l'on exclut la contrepartie de la première allocation de D.T.S., la balance des paiements établie sur la base des liquidités s'est soldée par un déficit de \$4,7 milliards, soit un chiffre très nettement inférieur aux \$7 milliards enregistrés en 1969; en termes de règlements officiels, en revanche, le déficit a atteint \$10,7 milliards, contre un excédent de \$2,7 milliards un an auparavant.

Aucune des deux méthodes ne rend bien compte de l'évolution fondamentale de la balance américaine des paiements en 1970. La détérioration notée sur la base des règlements entre autorités monétaires s'explique surtout par le fait que le système bancaire américain a remboursé à ses succursales étrangères \$5,1 milliards, alors qu'en 1969 il leur avait emprunté \$6,8 milliards. En revanche, le fléchissement de \$2,3 milliards du déficit calculé sur la base des liquidités ne peut être considéré comme l'indice d'une amélioration réelle, étant donné qu'il s'explique, et au-delà, par l'entrée en jeu de deux facteurs «non fondamentaux»: une diminution de \$1,6 milliard au poste négatif «Erreurs et omissions», par suite d'une régression brutale des sorties de capitaux non bancaires en direction du marché de l'euro-dollar; une amélioration de \$1 milliard des transactions financières spéciales, en raison principalement des remboursements anticipés de dettes au gouvernement américain et d'un recul beaucoup moins sensible que l'année précédente des réserves monétaires en dollars détenues par les pays étrangers sous la forme d'instruments non liquides. Abstraction faite de ces deux facteurs, le déficit calculé sur la base des liquidités a été, en fait, légèrement supérieur à celui de 1969.

L'excédent des transactions courantes, qui avait atteint son point inférieur de \$0,8 milliard seulement en 1969, a progressé à \$2,3 milliards en 1970. Ce redressement, qui est imputable en totalité aux échanges commerciaux, reflète pour une bonne part l'influence du ralentissement économique aux Etats-Unis et la persistance concomitante d'un niveau élevé de la demande dans un certain nombre d'autres grands pays industriels. Aussi le surplus de la balance commerciale à l'égard des pays d'Europe occidentale a-t-il marqué une amélioration de \$1,5 milliard alors que, vis-à-vis du Canada, où la conjoncture évoluait sensiblement dans le même sens qu'aux Etats-Unis, le déficit commercial a doublé, pour s'établir à \$1,6 milliard. En ce qui concerne les relations commerciales avec les pays en voie de développement, l'excédent d'exportation s'est renforcé à concurrence de \$0,6 milliard.

Etant donné la physionomie de l'activité économique l'an dernier, on ne peut pas dire que l'accroissement de \$0,6 milliard à \$2,2 milliards de l'excédent commercial

**Etats-Unis: Balance des paiements.<sup>1</sup>**

Postes	1969	Année entière	1970 <sup>2</sup>				1971 <sup>2</sup>
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	1er trimestre
en millions de dollars							
<b>Commerce<sup>1</sup> (f.o.b.)</b>							
Exportations . . . . .	36.475	42.040	10.250	10.585	10.700	10.505	11.040
Importations . . . . .	35.835	39.855	9.725	9.830	9.990	10.310	10.750
Balance commerciale . . . .	+ 640	+ 2.185	+ 525	+ 755	+ 710	+ 195	+ 290
<b>Services et transferts</b>							
Revenus des investissements . .	+ 5.745	+ 6.045	+ 1.520	+ 1.395	+ 1.505	+ 1.625	.
Dépenses de caractère militaire . .	- 3.335	- 3.360	- 925	- 825	- 870	- 740	.
Tourisme . . . . .	- 1.330	- 1.595	- 365	- 410	- 435	- 385	.
Autres services . . . . .	- 960	- 990	- 235	- 235	- 275	- 245	.
Total . . . . .	+ 120	+ 100	- 5	- 75	- 75	+ 255	.
Balance des paiements courants	+ 760	+ 2.285	+ 520	+ 680	+ 635	+ 450	.
<b>Dons de l'Etat et mouvements de capitaux officiels . . . .</b>	- 3.830	- 3.235	- 855	- 725	- 805	- 850	.
<b>Mouvements des capitaux privés américains</b>							
Investissements directs . . . .	- 3.070	- 3.965	- 1.410	- 1.435	- 710	- 410	.
Autres capitaux à long terme . .	- 1.590	- 1.265	- 490	+ 115	- 660	- 230	.
Capitaux à court terme . . . .	- 575	- 1.120	+ 190	- 620	+ 190	- 880	.
<b>Mouvements de capitaux étrangers</b>							
Privés . . . . .	+ 4.870	+ 4.460	+ 1.035	+ 955	+ 1.310	+ 1.160	.
Officiels . . . . .	- 735	- 600	- 450	+ 360	- 245	- 265	.
Total . . . . .	- 1.100	- 2.490	- 1.125	- 625	- 115	- 625	.
<b>Erreurs et omissions . . . .</b>	- 2.840	- 1.275	- 205	- 780	- 535	+ 245	.
Balance sur la base des liquidités	- 7.010	- 4.715	- 1.665	- 1.450	- 820	- 780	- 3.260
Balance sur la base des liquidités, avant ajustement . . . . .	- 7.010	- 4.715	- 1.555	- 1.430	- 1.640	- 90	- 3.150
<b>Accroissement des engagements liquides des Etats-Unis autres que les engagements envers des autorités mo- nétaires étrangères, moins augmen- tation des engagements non liquides envers des organismes officiels . .</b>	+ 9.710	- 5.970	- 1.280	- 640	- 970	- 3.080	- 2.255
Balance sur la base des transactions entre autorités monétaires . . . . .	+ 2.700	- 10.685	- 2.835	- 2.070	- 2.610	- 3.170	- 5.405
<b>Contrepartie des allocations de D.T.S. . . . .</b>	-	+ 865	+ 865	-	-	-	+ 720
Balance sur la base des tran- sactions entre autorités moné- taires, y compris la contrepartie des allocations de D.T.S. . . .	+ 2.700	- 9.820	- 1.970	- 2.070	- 2.610	- 3.170	- 4.685

<sup>1</sup> Sur la base des transactions. <sup>2</sup> Les chiffres trimestriels pour la balance sur la base des liquidités sont désaisonnalisés. <sup>3</sup> Non compris les livraisons gratuites et les achats à l'étranger de caractère militaire.

représente un redressement spectaculaire. En 1964, où la situation conjoncturelle était légèrement moins favorable, l'excédent commercial avait atteint \$6,8 milliards. De surcroît, le redressement amorcé au milieu de l'année 1969 a marqué un temps d'arrêt au milieu de 1970 pour faire place à une forte détérioration pendant le dernier trimestre de l'année.

Les résultats relativement modestes obtenus sur le plan des échanges commerciaux avec l'étranger traduisent la vigueur persistante des importations, dont le rythme d'accroissement est en fait passé de 9 à 11% de 1969 à 1970, en dépit du recul d'activité. La recrudescence des achats à l'étranger l'an dernier est en partie la conséquence de la grève des dockers de 1969. Compte tenu de l'influence exercée par les arrêts de travail en général, le taux de croissance des importations a fléchi, selon les estimations, de 13 à 10% de 1969 à 1970. Le maintien d'un niveau élevé d'achats à l'extérieur s'explique également par l'augmentation de 8% de l'indice de la valeur unitaire des importations, ce qui constitue la plus forte progression enregistrée sur un an depuis la période de haute conjoncture qui a suivi la guerre de Corée. À signaler, en outre, l'incidence du gonflement de 7% de la consommation des ménages aux Etats-Unis l'an dernier. D'après les données du «Bureau of Census», les importations de biens de consommation autres que les denrées alimentaires ont augmenté de 14%, soit à un taux correspondant aux deux cinquièmes de la croissance totale des achats à l'étranger, et les importations de denrées alimentaires se sont accrues de 18%. Enfin, les achats de biens d'équipement ont dépassé de 15% leur niveau de 1969, malgré le ralentissement des dépenses d'investissement à l'intérieur du pays.

Le taux d'accroissement de 15% des exportations américaines en 1970 est à rapprocher des 9% enregistrés une année auparavant. En volume, les pourcentages s'établissent respectivement à 8 et 6%. Comme pour les importations, les chiffres se ressentent des grèves, en l'absence desquelles on estime que la valeur totale des exportations aurait augmenté de 12% en 1970 et de 13% l'année précédente. L'examen par produits fait ressortir que l'accélération, l'an dernier, des ventes à l'étranger (sur la base des données du «Bureau of Census») peut être attribuée en totalité aux produits agricoles – dont les ventes ont progressé de \$1,2 milliard, après avoir fléchi pendant chacune des trois années précédentes – qui entrent pour un quart environ dans l'accroissement global des exportations en 1970. Les ventes d'autres produits ont augmenté sensiblement au même taux qu'en 1969, soit de 12½%. Les exportations d'avions civils, y compris les livraisons des premiers turboréacteurs géants, se sont développées à concurrence de 21%, et on a également relevé de fortes augmentations des exportations de fournitures et matières premières à usage industriel et de biens d'équipement, qui ont progressé respectivement de 17% et de 16%. La situation a toutefois été différente en ce qui concerne les biens de consommation, puisque les ventes de véhicules automobiles, de moteurs et de pièces de rechange se sont inscrites en recul de 8% par rapport à 1969, en grande partie du fait de la grève à la General Motors, et que celles des autres biens de consommation durables ont fait apparaître un accroissement de 6% seulement.

Avec \$0,1 milliard, l'excédent des transactions invisibles a pratiquement atteint le même montant qu'en 1969. Les revenus nets des investissements, qui avaient diminué

de \$0,3 milliard en 1969, sous l'effet de la montée en flèche des taux d'intérêt des euro-dollars et de l'extension considérable de l'endettement des banques américaines sur l'euro-marché, ont retrouvé, l'an dernier, leur niveau de 1968. Cette amélioration a toutefois été compensée par un gonflement de \$0,3 milliard des dépenses nettes au titre du tourisme. En raison principalement d'un désendettement accru de l'étranger envers les Etats-Unis, les sorties nettes sous la forme de dons et de prêts du gouvernement ont diminué de \$0,6 milliard, pour s'établir à \$3,2 milliards; elles ont été financées, à hauteur de 70%, par le surplus dégagé au titre des transactions courantes.

La balance des mouvements de capitaux privés identifiés a fait apparaître des sorties nettes de \$1,9 milliard, soit \$1,5 milliard de plus qu'en 1969. Les sorties nettes de capitaux américains sont passées de \$5,2 milliards à \$6,4 milliards, tandis que les entrées nettes de capitaux étrangers ont fléchi de \$4,9 milliards à \$4,5 milliards.

Les mouvements de capitaux américains ont principalement été marqués, en 1970, par le développement de \$0,9 milliard des investissements directs à l'étranger, qui se sont ainsi établis à \$4 milliards. Selon les estimations, les dépenses d'investissement en installations fixes et en équipement des filiales à l'étranger de sociétés américaines ont progressé de 22% par rapport à 1969, dont une fraction plus importante a été financée à l'aide de ressources internes. Les exportations de capitaux au titre des investissements directs en Europe ont augmenté de \$0,6 milliard, le reste s'étant dirigé essentiellement vers le Canada et l'Australie. Les créances des banques américaines sur l'étranger se sont également accrues à un rythme beaucoup plus rapide qu'en 1969, à raison de \$0,9 milliard, contre \$0,5 milliard. Si leurs avoirs à long terme ont fléchi de \$0,2 milliard, leurs créances à court terme ont marqué une progression de \$1,1 milliard, dont près de la moitié à l'égard du Japon, et d'un quart environ vis-à-vis du Canada. Cet accroissement est survenu pour l'essentiel pendant le quatrième trimestre de l'année, marqué par le recul accentué des taux sur le marché monétaire américain. Contrairement à l'évolution des investissements directs et des prêts bancaires, les achats nets de titres étrangers par des résidents américains se sont contractés d'une année à l'autre, passant de \$1,5 milliard en 1969 à \$0,9 milliard en 1970, y compris une réduction de \$0,5 milliard du volume net des émissions d'obligations canadiennes aux Etats-Unis.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux étrangers, les investissements directs des non-résidents aux Etats-Unis, qui avaient presque triplé en 1969, n'ont marqué qu'une très faible augmentation l'année dernière, pour atteindre \$0,9 milliard. Les achats étrangers de valeurs mobilières américaines (autres que les titres du Trésor), après avoir fléchi de \$4,4 milliards à \$3,1 milliards en 1969, ont accentué sensiblement leur recul, qui les a ramenés à \$2,2 milliards l'an dernier. Les acquisitions d'actions américaines par les non-résidents sont revenues de \$1,6 milliard à \$0,7 milliard; cependant, l'amélioration progressive du climat sur le marché des valeurs à revenu variable aux Etats-Unis à partir du milieu de l'année a entraîné un revirement brutal dans ce domaine, les ventes nettes de \$0,2 milliard au premier semestre de 1970 ayant fait place à des achats nets de \$0,9 milliard pendant le reste de l'année. Le fléchissement des achats de valeurs américaines a été compensé, dans une large mesure, par le développement de \$0,7 milliard des autres prêts accordés par l'étranger au secteur non

bancaire américain pour un total de \$1,5 milliard. Comme il s'agit essentiellement en l'occurrence de prêts à court terme et que les engagements du secteur non bancaire américain envers le Royaume-Uni sont passés de \$0,1 milliard en 1969 à \$1,1 milliard l'an dernier, il est permis de penser que les emprunts des entreprises américaines sur le marché de l'euro-dollar se sont fortement accrus. Corrélativement, la réduction des sorties de capitaux du secteur non bancaire américain en direction du marché de l'euro-dollar est principalement à l'origine de la contraction de \$1,6 milliard du solde négatif des « Erreurs et omissions ». Le total des sorties nettes de capitaux privés, y compris celles qui sont enregistrées au titre des « Erreurs et omissions », s'est élevé à \$3,2 milliards, soit pratiquement le même chiffre qu'en 1969.

Les mouvements de capitaux officiels avec l'étranger se sont soldés par \$0,6 milliard de sorties nettes, soit quelque \$0,1 milliard de moins qu'un an auparavant. Cette évolution recouvre notamment une diminution de \$0,6 milliard des engagements du gouvernement américain liés à des contrats de fourniture de matériel militaire.

Suivant pour une fois une évolution parallèle, la balance établie sur la base des liquidités et celle en termes de règlements officiels ont enregistré toutes deux une aggravation sensible au premier trimestre de 1971. Le déficit calculé d'après les fluctuations de la liquidité a fait un bond, passant de \$0,8 milliard au dernier trimestre de 1970 à \$3,3 milliards, soit près de trois fois plus que la moyenne trimestrielle de 1970. Quant au déficit en termes de règlements officiels (non corrigé des variations saisonnières), il s'est élargi de \$2,2 milliards pour atteindre \$5,4 milliards. Outre le dénouement des opérations de fin d'année, qui ne sont pas entièrement prises en compte par les facteurs d'ajustement saisonnier, l'aggravation brutale du déficit sur la base des liquidités semble résulter essentiellement de l'élargissement croissant de l'écart entre les taux d'intérêt aux Etats-Unis et dans le reste du monde. Les achats étrangers de valeurs américaines se sont fortement inscrits en baisse par rapport au dernier trimestre de 1970, tandis que les résidents américains ont étoffé leur portefeuille de titres étrangers. Avec \$0,3 milliard, l'excédent commercial dépasse de \$0,1 milliard celui du dernier trimestre de 1970 — qui avait été fortement comprimé sous l'influence de grèves à la General Motors — mais il reste inférieur de \$0,4 milliard au niveau moyen des trois premiers trimestres de l'an dernier.

*Canada.* L'évolution la plus spectaculaire de la balance canadienne des paiements en 1970 a été un revirement de l'ordre de \$1,9 milliard dans les opérations courantes qui se sont ainsi, pour la première fois depuis 1952, soldées par un excédent de \$1,2 milliard. En ce qui concerne l'excédent global, sa légère tendance ascendante enregistrée depuis 1966 s'est considérablement accentuée en 1970, de sorte qu'il s'est établi, abstraction faite de la contrepartie de l'allocation initiale de D.T.S., à \$1,7 milliard, marquant ainsi une progression de \$1,1 milliard.

Le redressement spectaculaire des opérations courantes est uniquement le fait des transactions sur marchandises. L'excédent commercial de \$3 milliards — le plus élevé depuis la guerre — est trois fois plus important que le chiffre enregistré une année auparavant. Toutefois, tant en 1969 que l'an dernier, les échanges commerciaux se sont fortement ressentis de l'entrée en jeu de facteurs spéciaux, et en particulier



des conflits sociaux de 1969 et de leurs séquelles. En 1970, le taux de croissance des exportations s'est accéléré de 10 à 17%, tandis que celui des importations est revenu de 15 à 2%. En outre, les termes de l'échange se sont légèrement améliorés.

La plupart des catégories de marchandises sont à l'origine de l'expansion accélérée des exportations, les seules exceptions ayant été, en termes de dollars canadiens, les véhicules automobiles, l'aluminium et les produits forestiers, dont les ventes se sont ressenties d'un tassement de la demande étrangère et d'arrêts prolongés de la production. Les exportations de véhicules automobiles n'ont, en particulier, enregistré que de faibles progrès, du fait de l'alanguissement du marché automobile aux Etats-Unis au début de 1970, et de l'incidence de la grève aux usines canadiennes de la General Motors en automne. En raison surtout des retards de livraison occasionnés par les

**Canada: Balance des paiements.<sup>1</sup>**

Postes	1969	1970 <sup>2</sup>				4 <sup>ème</sup> trimestre
		Année entière	1 <sup>er</sup> trimestre	2 <sup>ème</sup> trimestre	3 <sup>ème</sup> trimestre	
en millions de dollars E.U.						
Commerce (f.o.b.)						
Exportations . . . . .	13.860	16.200	3.965	4.015	4.090	4.130
Importations . . . . .	12.965	13.230	3.290	3.370	3.435	3.135
Balance commerciale . . . .	+ 895	+ 2.970	+ 675	+ 645	+ 655	+ 995
Services et transferts . . . .	-1.590	-1.725	- 420	- 390	- 480	- 435
Balance des paiements courants	- 695	+ 1.245	+ 255	+ 255	+ 175	+ 560
Balance des paiements courants, avant ajustement . . . . .	- 695	+ 1.260	+ 50	+ 235	+ 470	+ 505
Mouvements de capitaux à long terme						
Transactions sur valeurs canadiennes . . . . .	+ 1.600	+ 570	+ 415	- 130	+ 195	+ 90
Investissements directs . . . .	+ 370	+ 530	+ 45	+ 130	+ 130	+ 225
Divers . . . . .	+ 120	- 335	+ 135	- 40	- 180	- 250
Total . . . . .	+ 2.090	+ 765	+ 595	- 40	+ 145	+ 65
Balance de base . . . . .	+ 1.395	+ 2.025	+ 645	+ 195	+ 615	+ 570
Mouvements de capitaux à court terme <sup>3</sup> . . . . .	- 845	- 330	- 560	+ 435	- 195	- 10
Balance générale . . . . .	+ 550	+ 1.695	+ 85	+ 630	+ 420	+ 560
Contrepartie de l'allocation de D.T.S. . . . .	-	+ 125	+ 125	-	-	-
Balance générale, y compris la contrepartie de l'allocation de D.T.S. . . . .	+ 550	+ 1.820	+ 210	+ 630	+ 420	+ 560

<sup>1</sup> Sur la base des transactions. <sup>2</sup> Les chiffres trimestriels de la balance des paiements courants sont désaisonnalisés. <sup>3</sup> Y compris les facteurs d'ajustement.

Remarque: Les chiffres de la balance des paiements pour les deuxième, troisième et quatrième trimestres de 1970 ont été convertis de dollars canadiens en dollars des Etats-Unis, le taux utilisé étant égal au cours moyen de clôture du marché au comptant du trimestre considéré, soit \$CAN 1,06551, 1,02073 et 1,01677 respectivement pour un dollar des Etats-Unis.

conflits sociaux de grande envergure qui avaient sévi au Canada en 1969, les exportations de minerai de fer, d'acier, de cuivre et de nickel ont été très soutenues l'année dernière. Les ventes de produits pétroliers et de gaz naturel se sont, elles aussi, fortement inscrites en hausse, par suite de l'assouplissement apporté par les Etats-Unis aux restrictions frappant les importations de ces produits. En ce qui concerne la répartition géographique des exportations canadiennes, les ventes aux Etats-Unis, qui ont représenté 65% du total, contre 71% l'année précédente, ont vu leur rythme de progression tomber de 15 à 4%, ou à 6% si l'on exclut le secteur automobile. La demande en provenance des marchés d'outre-mer a fait preuve, en revanche, d'une vigueur extrême. Les livraisons au Royaume-Uni — deuxième partenaire commercial du Canada par ordre d'importance — ont fait un bond de 34%, alors qu'elles avaient en fait fléchi en 1969. Cette progression s'explique à concurrence d'un quart environ par les ventes de nickel.

La tendance à l'aggravation du déficit des transactions invisibles s'est poursuivie. La détérioration de \$135 millions enregistrée à ce titre a principalement résulté d'une augmentation des versements nets d'intérêts et de dividendes, versements qui sont à l'origine, à concurrence de plus de la moitié, du déficit de \$1,7 milliard des transactions invisibles.

L'amélioration considérable de la balance des paiements courants a été compensée, dans une large mesure, par une forte réduction de \$2,1 milliards à \$0,8 milliard des entrées nettes de capitaux à long terme. Les souscriptions de valeurs canadiennes par l'étranger ont fléchi l'an dernier de \$790 millions, pour s'établir à \$755 millions, en grande partie sous l'influence du niveau élevé des taux d'intérêt à long terme, tant aux Etats-Unis qu'en Europe. Par ailleurs, les autorités canadiennes ont, en octobre, incité les emprunteurs canadiens à couvrir leurs besoins financiers en s'adressant dans la mesure du possible au marché intérieur. Les transactions sur valeurs canadiennes en circulation ont enregistré une détérioration de \$235 millions. Les sorties nettes de capitaux liées aux crédits à long terme à l'exportation sont passées de \$10 millions en 1969 à \$135 millions l'an dernier. En revanche, les entrées nettes au titre des investissements directs se sont développées à raison de \$160 millions pour atteindre \$530 millions, à la suite des placements accrus effectués au Canada par les non-résidents et d'une légère diminution des investissements canadiens à l'étranger.

Par rapport à 1969, année au cours de laquelle les niveaux élevés des taux d'intérêt à court terme pratiqués sur les marchés étrangers avaient attiré un important volume de fonds canadiens, les sorties nettes de capitaux à échéance rapprochée sont tombées de \$845 millions à \$330 millions. Les mouvements de capitaux à court terme ont présenté une physionomie fort contrastée en cours d'année: des sorties nettes à concurrence de \$560 millions au premier trimestre ont été suivies d'un afflux portant sur \$435 millions au second, lorsque la spéculation sur le dollar canadien a conduit à l'adoption d'un taux de change flottant. Les sorties ont repris au troisième trimestre et ne se sont que faiblement poursuivies au cours des trois derniers mois de l'année.

Au premier trimestre de 1971, la balance générale des paiements du Canada, à l'exclusion de la contrepartie de la deuxième allocation de D.T.S., s'est soldée par un déficit de \$0,4 milliard, contre un excédent de \$0,1 milliard au premier trimestre

de 1970. A noter que l'évolution de la balance commerciale désaisonnalisée, établie selon les chiffres douaniers et sur la base f.o.b. pour les importations, est demeurée très favorable: pendant ces trois premiers mois de 1971, l'excédent a en effet atteint un taux annuel de \$2,6 milliards, contre \$2,8 milliards pour l'ensemble de l'année écoulée.

*Japon.* En 1970, la balance générale des paiements du Japon a, pour la troisième année de suite, enregistré un important excédent d'un montant de \$1,4 milliard mais, si l'on fait abstraction de la contrepartie de l'allocation initiale de D.T.S., on note un recul de \$0,9 milliard par rapport à 1969. Le fléchissement de l'excédent global s'explique, et au-delà, par une augmentation de \$1,4 milliard des sorties nettes de capitaux à long terme. Le solde positif de la balance des paiements courants n'a été que légèrement inférieur à celui de l'année précédente, mais les entrées nettes de capitaux à court terme se sont accrues de \$0,6 milliard.

Les sorties de capitaux à long terme, en chiffres bruts, ont poursuivi leur mouvement ascendant, passant de \$1,5 milliard à \$2 milliards, tandis que les importations de capitaux tombaient brutalement de \$1,4 milliard à \$0,4 milliard. En ce qui concerne ces dernières, les achats nets de valeurs mobilières japonaises par des non-résidents ont fléchi de \$540 millions pour s'établir à \$190 millions. Les emprunts à l'étranger ont diminué de \$305 millions pour revenir à \$80 millions, et le produit des émissions d'obligations en monnaies étrangères s'est chiffré à \$45 millions, en recul de \$155 millions. Du côté des sorties de capitaux à long terme, on relève notamment un accroissement de \$290 millions des prêts à des non-résidents, qui ont atteint \$625 millions, dont \$200 millions de crédits spéciaux en yens accordés par la Banque du Japon à la B.I.R.D. pendant le premier trimestre. Ces octrois de crédit, ainsi que la souscription, en janvier 1970, d'un montant de \$80 millions de certificats spéciaux de l'Export-Import Bank des Etats-Unis, ont eu également pour objet d'éviter un accroissement trop prononcé des réserves officielles. On relève, enfin, une progression des sorties nettes liées à des investissements directs à l'étranger et à l'octroi de crédits commerciaux à long terme (conséquence, dans ce dernier cas, du développement des ventes de navires à l'étranger).

En dépit d'une accélération de 17% en 1969 à 25% l'an dernier du taux d'accroissement des importations et du fléchissement de 23 à 21% de celui des exportations, l'excédent de la balance commerciale a progressé de \$0,3 milliard pour atteindre \$4 milliards. Les termes de l'échange se sont améliorés l'an dernier, la hausse des prix ayant été de 5% à l'exportation et de 3½% à l'importation.

Les ventes de machines et de biens d'équipement, qui ont représenté près de la moitié du total, ont progressé de 26%, celles de métaux et de produits chimiques de 30 et 22% respectivement. Les exportations de textiles n'enregistrent en revanche qu'une avance de 6%. Les Etats-Unis ont absorbé plus de 30%, l'Asie du Sud-Est 25% et l'Europe occidentale 15% du total des exportations japonaises. Du côté des importations, les achats de machines et de biens d'équipement ont augmenté de plus de 40% et ceux de métaux, minerais et ferrailles se sont accrus de 37%. Les achats japonais ont été effectués à concurrence de 40% auprès des pays en voie de développement et, à raison de 30% environ et de 10% respectivement, aux Etats-Unis

Japon: Balance des paiements.<sup>1</sup>

Postes	1969	1970					1971
	Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	1er trimestre	
en millions de dollars E.U.							
Commerce (f.o.b.)							
Exportations . . . .	15.680	19.020	4.050	4.600	4.950	5.420	4.945
Importations . . . .	11.980	15.000	3.460	3.740	3.830	3.970	3.860
Balance commerciale	+ 3.700	+ 4.020	+ 590	+ 860	+ 1.120	+ 1.450	+ 1.085
Services et transferts	- 1.560	- 2.005	- 525	- 475	- 505	- 500	- 595
Balance des paie- ments courants .	+ 2.120	+ 2.015	+ 65	+ 385	+ 615	+ 950	+ 490
Mouvements de capi- taux à long terme .	- 155	- 1.595	- 435	- 465	- 315	- 380	- 190
Balance de base . .	+ 1.965	+ 420	- 370	- 80	+ 300	+ 570	+ 300
Mouvements de capi- taux à court terme <sup>2</sup> .	+ 320	+ 955	+ 355	+ 100	+ 350	+ 150	+ 310
Balance générale .	+ 2.285	+ 1.375	- 15	+ 20	+ 650	+ 720	+ 610
Contrepartie des allocations de D.T.S.	-	+ 120	+ 120	-	-	-	+ 130
Balance générale, y compris la contre- partie des alloca- tions de D.T.S. .	+ 2.285	+ 1.495	+ 105	+ 20	+ 650	+ 720	+ 740

<sup>1</sup> Sur la base des transactions.

<sup>2</sup> Y compris le poste «Erreurs et omissions».

et en Europe occidentale. L'accroissement sensible des importations a provoqué une montée en flèche des dépenses de transport, d'où la raison essentielle de l'aggravation de \$0,4 milliard du déficit de la balance des services et transferts, qui a atteint \$2 milliards en 1970.

La balance de base a dégagé un solde favorable de \$0,4 milliard seulement, contre \$2 milliards l'année précédente. L'excédent des mouvements de capitaux à court terme s'est, au contraire, inscrit en hausse de \$0,6 milliard, s'établissant à près de \$1 milliard; cette progression a été due en majeure partie aux crédits commerciaux à échéance rapprochée, qui ont atteint \$0,7 milliard, en progression de \$0,5 milliard.

En 1970, les autorités ont commencé à abandonner progressivement leur politique consistant à consentir des taux d'intérêt privilégiés pour les crédits à l'exportation. En mai, la Banque du Japon a relevé les taux d'intérêt liés aux opérations d'exportation, qui avaient été maintenus précédemment à un niveau sensiblement inférieur à celui des autres taux intérieurs. Par la suite, ces taux n'ont pas été modifiés lors des abaissements du taux d'escompte officiel en octobre 1970 et de nouveau en janvier 1971.

Pendant le premier trimestre de 1971, la balance générale des paiements, à l'exclusion de la contrepartie de la deuxième allocation de D.T.S., a enregistré un nouvel excédent élevé d'un montant de \$0,6 milliard. Le surplus des paiements courants

a atteint \$0,5 milliard et, de plus, les mouvements de capitaux se sont soldés par des entrées nettes d'un faible montant: les sorties nettes de capitaux à long terme ont été de \$0,2 milliard seulement, en raison du niveau très élevé des achats de valeurs mobilières japonaises par des non-résidents, tandis que les mouvements de capitaux à court terme ont dégagé \$0,3 milliard d'entrées nettes, par suite de l'écart entre les taux d'intérêt pratiqués au Japon et aux Etats-Unis.

*Royaume-Uni.* Les effets bénéfiques de la dévaluation de 1967 ayant continué à se faire sentir en 1970, encore qu'ils se soient probablement amenuisés au fil des mois, l'excédent extérieur courant du Royaume-Uni s'est accru de près de 50% pour atteindre le chiffre record de \$1,5 milliard. Cette nouvelle amélioration a porté en majeure partie sur la balance commerciale qui, pour la première fois depuis 1958, a dégagé un modeste excédent pour l'ensemble de l'année. Les sorties nettes de capitaux identifiés (à l'exclusion des variations des balances sterling et de la position à court terme en devises des banques, qui sont traitées dans le Chapitre IV, section «Mouvements monétaires») ont pratiquement progressé du même montant que l'excédent des opérations courantes; en outre, le poste «Erreurs et omissions», bien qu'accusant toujours un solde positif appréciable, n'a atteint que la moitié environ du chiffre de 1969. En conséquence, l'excédent de la balance générale est tombé de \$1,5 milliard à \$1,1 milliard.

La balance commerciale s'est soldée par un excédent de \$5 millions, ce qui représente une amélioration de \$345 millions par rapport à 1969. En valeur, les exportations ont progressé de 12% et les importations de 10% (compte non tenu des règlements d'achats d'avions militaires aux Etats-Unis) mais, en volume, l'expansion des importations a été, au contraire, la plus forte avec 7%, contre 3% pour les exportations. Autrement dit, l'amélioration notée l'année dernière dans la balance du commerce extérieur a résulté d'une hausse sensible des prix à l'exportation, mouvement dont la poursuite pourrait compromettre la position concurrentielle du Royaume-Uni sur le marché international.

L'accroissement très faible du volume des ventes à l'étranger, l'an dernier, s'explique essentiellement par le fait que les livraisons de produits manufacturés ont progressé de 1% seulement, alors qu'au cours des deux années précédentes, dans le sillage de la dévaluation, leur expansion avait été de 13% en moyenne. De même que l'influence décroissante exercée par la dévaluation, la désorganisation de la production a probablement joué un certain rôle dans ce brusque changement, à la suite duquel la part du Royaume-Uni dans le commerce mondial de produits manufacturés a recommencé à fléchir après une pause d'un an seulement. Les ventes à l'étranger de produits non manufacturés ont, en revanche, progressé de 9% en 1970.

L'expansion du volume des importations, l'an dernier, a été assez forte étant donné l'état de la conjoncture. Là encore, il est vraisemblable que la diminution de l'influence du changement de parité a exercé ses répercussions, au même titre que les grèves. En outre, l'abolition progressive du système du dépôt préalable à l'importation au cours de l'année a dû faire sentir ses effets dans une certaine mesure. Par catégories de produits, la progression de 7% des achats à l'étranger s'explique principalement

par un accroissement de 12% pour les produits manufacturés (soit le double du taux noté en 1969) et de 8% pour les combustibles. Dans la catégorie des matières premières de base et dans celle des denrées alimentaires, boissons et tabacs, qui avaient toutes deux régressé en 1969, on n'a enregistré, en 1970, que de faibles progrès, respectivement 2 et 1%.

Si l'évolution des échanges visibles d'un trimestre à l'autre a été faussée en 1970 par les conséquences de la grève des dockers de juillet, une comparaison entre chaque

Royaume-Uni: Balance des paiements.<sup>1</sup>

Postes	1969	Année entière	1970 <sup>2</sup>			
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U.						
<b>Commerce (f.o.b.)</b>						
Exportations . . . . .	16.945	18.925	4.620	4.710	4.490	5.105
Importations . . . . .	17.140	18.895	4.480	4.800	4.645	4.970
Balance commerciale . . . .	- 195	+ 30	+ 140	- 90	- 155	+ 135
Règlements d'achats d'avions militaires aux Etats-Unis . . .	- 145	- 25	- 5	-	- 15	- 5
Balance commerciale, y compris le poste ci-dessus . . . . .	- 340	+ 5	+ 135	- 90	- 170	+ 130
<b>Services et transferts</b>						
Officiels . . . . .	- 1.905	- 1.785	- 480	- 420	- 430	- 455
Privés . . . . .	+ 3.295	+ 3.295	+ 860	+ 855	+ 785	+ 795
Total . . . . .	+ 1.390	+ 1.510	+ 380	+ 435	+ 355	+ 340
Balance des paiements courants	+ 1.050	+ 1.515	+ 515	+ 345	+ 185	+ 470
Balance des paiements courants, avant ajustement . . . . .	+ 1.050	+ 1.515	+ 515	+ 380	+ 100	+ 520
<b>Mouvements de capitaux</b>						
Capitaux officiels à long terme . .	- 235	- 490	- 115	- 90	- 50	- 235
Investissements étrangers au Royaume-Uni . . . . .	+ 1.775	+ 1.550	+ 545	+ 385	+ 240	+ 380
Investissements privés britanniques à l'étranger . . . . .	- 1.565	- 1.765	- 455	- 285	- 500	- 525
Emprunts en euro-dollars à Londres de résidents britanniques en vue d'investissements à l'étranger . .	+ 175	+ 400	+ 45	+ 75	+ 135	+ 145
Crédits commerciaux . . . . .	- 385	- 700	- 135	- 130	- 85	- 350
Autres capitaux à court terme non bancaires . . . . .	- 70	+ 225	+ 125	+ 40	+ 25	+ 35
Total . . . . .	- 305	- 780	+ 10	- 5	- 235	- 550
Erreurs et omissions . . . . .	+ 770	+ 375	+ 590	- 320	- 200	+ 305
Balance de base . . . . .	+ 1.515	+ 1.110	+ 1.115	+ 55	- 335	+ 275
Contrepartie de l'allocation de D.T.S. . . . .	-	+ 410	+ 410	-	-	-
Balance générale, y compris la contrepartie de l'allocation de D.T.S. . . . .	+ 1.515	+ 1.520	+ 1.525	+ 55	- 335	+ 275

<sup>1</sup> Sur la base des transactions, désaisonnalisés.

<sup>2</sup> Les chiffres trimestriels de la balance des paiements courants sont

semestre et le précédent permet de dégager la tendance générale pendant l'année. On enregistre, de la sorte, une hausse en valeur des exportations de 6% pour la première moitié de 1970 et de 3% pour la seconde; en volume, les ventes à l'étranger ont fléchi d'environ 1% pour les deux périodes. En revanche, on note une progression de la valeur des importations, compte tenu de facteurs spéciaux, d'environ 4½% pour chaque semestre, essentiellement en raison d'un accroissement en volume. Le résultat net a été une légère détérioration, d'un semestre à l'autre, dans la balance des échanges visibles. Les termes de l'échange, qui avaient peu varié pendant le premier semestre, se sont fort sensiblement améliorés durant le second et ont, en définitive, évolué favorablement de quelque 7% entre fin 1969 et fin 1970.

Le surplus des transactions invisibles s'est établi à \$1.510 millions l'an dernier, en progression de \$120 millions. Cette amélioration a porté en totalité sur le secteur officiel, où les versements nets au titre des intérêts ont fléchi de \$160 millions, principalement à cause de la diminution des engagements extérieurs à court et à moyen terme. L'excédent du secteur privé n'a pas varié, une détérioration de \$140 millions du poste « Transports maritimes », résultant d'une majoration des frais de transport par navires pétroliers, ayant été compensée par deux améliorations, l'une de \$115 millions des recettes nettes au titre des services financiers et assimilés, l'autre de \$25 millions des recettes nettes du tourisme. Le recul de \$120 millions de l'excédent des transactions invisibles entre les deux semestres de l'année a été dû en grande partie au changement de sens du poste « Transports maritimes », qui est devenu déficitaire au second semestre.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux la progression, de \$305 millions en 1969 à \$780 millions en 1970 du montant global des sorties nettes de capitaux identifiés, qui s'est répartie sur divers postes, a été en partie fortuite en ce sens que certaines entrées qui s'étaient produites en 1969 pour des raisons spéciales ne se sont pas renouvelées l'an dernier. Les sorties officielles de capitaux à long terme ont augmenté de \$255 millions pour atteindre \$490 millions. Cet accroissement résulte de plusieurs mouvements: revirement, à concurrence de \$105 millions, des opérations avec l'Export-Import Bank des Etats-Unis, des emprunts nets de \$25 millions ayant fait place à des remboursements nets de \$80 millions; expansion de \$60 millions du montant net des dons au titre de l'aide extérieure, dont le total a été porté à \$205 millions; enfin, une évolution défavorable du solde des mouvements de capitaux officiels à long terme, du fait de l'absence de prêts du gouvernement d'Allemagne fédérale au titre de la compensation des frais de stationnement des troupes britanniques, prêts qui s'étaient élevés à \$125 millions en 1969.

Les sorties nettes au titre des crédits commerciaux ont accusé également une forte progression, de \$385 millions en 1969 à \$700 millions en 1970. Les crédits à l'importation obtenus par des résidents n'ont augmenté que de \$25 millions, contre \$390 millions en 1969, en raison du remboursement des crédits contractés précédemment en liaison avec le régime du dépôt préalable à l'importation.

Les investissements britanniques à l'étranger du secteur privé ont enregistré un renforcement de \$200 millions, dû en particulier à une expansion notable des placements en valeurs mobilières et des participations dans les sociétés pétrolières. Cet accroissement a été toutefois plus que compensé par une augmentation des

emprunts en euro-dollars effectués par des résidents britanniques auprès de banques du Royaume-Uni pour financer ces opérations, de sorte que le montant des investissements britanniques du secteur privé couverts par des ressources financières d'origine nationale a été un peu moindre qu'en 1969. On observe, en outre, un fléchissement des investissements étrangers au Royaume-Uni, à concurrence de \$225 millions; ce mouvement est dû principalement à l'arrêt quasi total des emprunts à l'étranger des entreprises du secteur public et des collectivités locales, qui s'étaient élevés à \$180 millions en 1969. Enfin, le total net des sorties engendrées par les modifications mentionnées précédemment a été réduit grâce à un revirement favorable des autres mouvements de capitaux à court terme du secteur non bancaire, des sorties de \$70 millions ayant fait place à des entrées de \$225 millions.

Le poste « Erreurs et omissions » a subi, au cours de l'année, des fluctuations accusées d'un trimestre à l'autre. Le chiffre positif élevé (\$590 millions) enregistré pour le premier trimestre de 1970 est en partie la conséquence des liquidations continues de positions spéculatives prises avant la réévaluation du deutsche mark, mais résulte surtout de la pénurie saisonnière de liquidités pendant les mois des principales échéances fiscales. Les fluctuations qui se sont produites ensuite ont reflété les vicissitudes de la livre sterling et aussi, pendant le quatrième trimestre, le regain d'attrait exercé par les taux d'intérêt élevés pratiqués au Royaume-Uni.

L'excédent du financement officiel, soit \$2,6 milliards, indique que la balance générale a fait apparaître un solde positif très important au premier trimestre de 1971. Il est certain que la balance des opérations courantes n'est intervenue que fort peu dans ce résultat, car la balance commerciale s'est très sensiblement détériorée, se soldant par un déficit de \$185 millions. Cette détérioration résulte intégralement d'un recul des exportations. Toutefois, si l'on compare les chiffres moyens du commerce pour les quatre premiers mois de 1971 à ceux des six derniers mois de 1970, de façon à éliminer les distorsions causées par les grèves des dockers et des employés des postes, on constate que la tendance observée en 1970 s'est poursuivie pendant les premiers mois de 1971, c'est-à-dire que l'expansion de la valeur des exportations a eu pour cause une hausse encore plus forte des prix, tandis que la progression de la valeur des importations s'explique principalement par un accroissement de leur volume. Selon les estimations, l'excédent du poste « Services et transferts » a atteint un rythme mensuel d'environ \$115 millions au premier trimestre, de sorte que le surplus des paiements courants a dû s'élever à environ \$160 millions, ce qui représente une réduction considérable par rapport à celui de \$470 millions enregistré au cours des trois mois précédents. Aussi est-il probable que, comme au premier trimestre de 1970, l'excédent de la balance générale des paiements a été constitué en grande partie par le solde largement positif du poste « Erreurs et omissions » reflétant un afflux de capitaux à court terme attirés par le haut niveau des taux d'intérêt au Royaume-Uni et par le resserrement de la trésorerie des entreprises.

*France.* Après avoir enregistré des déficits importants en 1968 et en 1969, la balance générale des paiements de la France avec les pays situés en dehors de la zone franc a fait apparaître, en 1970, un excédent de \$1,4 milliard (à l'exclusion de la contrepartie de la première allocation de D.T.S.). La nouvelle orientation, qui a affecté tous



les postes de la balance des paiements, s'était déjà dessinée pendant le dernier trimestre de 1969, à la suite de la dévaluation du franc et de la réévaluation du deutsche mark, et l'excédent a continué de progresser de trimestre en trimestre jusqu'au milieu de l'année dernière pour s'établir à \$0,9 milliard au deuxième trimestre. Pendant le second semestre, toutefois, le solde positif s'est amenuisé puisqu'il ne représentait plus que \$0,1 milliard, et il est tombé à \$30 millions seulement au premier trimestre de 1971.

Sur la base des règlements, l'amélioration notée l'an dernier dans la situation des paiements est imputable pour deux tiers au commerce extérieur dont le solde, déficitaire de \$1,6 milliard en 1969, est devenu excédentaire à concurrence de \$0,5 milliard. A son tour, ce redressement est, également pour les deux tiers, le résultat d'une amélioration des termes de paiement. Pour le reste, les statistiques douanières établies sur la base exportations f.o.b./importations c.a.f. et exprimées en francs français font ressortir que les exportations ont progressé de 28% en valeur, alors que les

### France: Balance des paiements<sup>1</sup>

(Avec les pays ne faisant pas partie de la zone franc).

Postes	1969	1970			
		Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	2ème semestre
Commerce (f.o.b.)					
Exportations . . . . .	13.285	16.400	3.820	4.185	8.395
Importations . . . . .	14.845	15.940	3.715	4.000	8.225
Balance commerciale . . . .	- 1.560	+ 460	+ 105	+ 185	+ 170
Services et transferts <sup>2</sup> . . . .	- 445	- 180	+ 30	+ 105	- 315
Balance des paiements courants	- 2.005	+ 280	+ 135	+ 290	- 145
Capitaux à long terme					
Privés					
Investissements nets à l'étranger des résidents . . . . .	- 260	- 440	- 130	- 5	- 305
Investissements nets en France des non-résidents . . . . .	+ 660	+ 1.410	+ 305	+ 245	+ 860
Secteur bancaire . . . . .	- 5	- 280	- 5	- 30	- 245
Total . . . . .	+ 395	+ 690	+ 170	+ 210	+ 310
Publics . . . . .	- 70	- 140	- 55	- 20	- 65
Total . . . . .	+ 325	+ 550	+ 115	+ 190	+ 245
Balance de base . . . . .	- 1.680	+ 830	+ 250	+ 480	+ 100
Capitaux à court terme, règlements multilatéraux et ajustements . . . . .	+ 15	+ 540	+ 185	+ 390	- 35
Balance générale . . . . .	- 1.665	+ 1.370	+ 435	+ 870	+ 65
Contrepartie de l'allocation de D.T.S. . . . .	-	+ 165	+ 165	-	-
Balance générale, y compris la contrepartie de l'allocation de D.T.S. . . . .	- 1.665	+ 1.535	+ 600	+ 870	+ 65

<sup>1</sup> Sur la base des règlements.    <sup>2</sup> Y compris les opérations de courtage sur marchandises.

importations ont augmenté de 18%. Au cours des trois premiers trimestres de 1970, la valeur des exportations, corrigée des variations saisonnières, a dépassé de 32% les résultats de la période correspondante de 1969, mais ce taux est revenu à 19% pendant le quatrième trimestre étant donné que la valeur en francs français des exportations s'était déjà inscrite en progression accentuée pendant le dernier trimestre de 1969, après la dévaluation. Au premier trimestre de 1971, le taux de croissance des exportations est revenu à 15% par rapport à l'année antérieure et celui des importations est tombé de 21 à 14%. Pour l'ensemble de l'année 1970, le taux de couverture exportations f.o.b./importations c.a.f. a atteint en moyenne 91%, soit un pourcentage très proche de celui qui est considéré comme correspondant à l'équilibre. Comme la valeur unitaire des achats et des ventes à l'étranger a accusé respectivement une hausse de 12 et 11% par rapport à 1969, la progression en volume des exportations a été de 15%, contre 7% seulement pour les importations.

En ce qui concerne la répartition par catégories de biens des ventes à destination des pays hors zone franc, ce sont les biens de consommation qui ont enregistré l'expansion la plus rapide, avec un taux de 38% en valeur, alors que les produits semi-ouvrés et les biens d'équipement ont fait apparaître des hausses de 30% dans chaque cas. Les exportations de produits agricoles ont augmenté de 13%, tandis que les ventes de blé ont fléchi d'une année à l'autre par suite de mauvaises récoltes. Les importations de biens d'équipement ont augmenté de 27%, celles de produits semi-ouvrés, de matières premières et de combustibles de quelque 20%, et celles de produits agricoles de 14%. Les achats à l'étranger de biens de consommation n'ont, en revanche, pratiquement pas progressé. Le déficit chronique vis-à-vis des pays de la C.E.E. a été ramené de \$1,6 milliard à \$0,6 milliard en 1970. Un peu moins de la moitié de ce redressement a pour origine un retournement de la balance commerciale avec l'Italie, un excédent de \$0,2 milliard ayant succédé à un déficit du même ordre. Il y a eu également une amélioration des soldes des transactions avec toutes les autres zones géographiques, exception faite de l'Amérique du Nord, le déficit envers les États-Unis ayant augmenté de quelque \$0,3 milliard.

Le déficit structurel des services et des transferts a été encore réduit, passant de \$445 millions en 1969 à \$180 millions en 1970. Trois facteurs essentiels ont contribué à cette amélioration: le poste «Tourisme», précédemment équilibré, a dégagé un excédent de \$120 millions, en dépit du relèvement de l'allocation de devises aux Français se rendant à l'étranger; le déficit des opérations gouvernementales a fléchi de \$270 millions à \$140 millions, par suite essentiellement d'une diminution du poids du service des intérêts, la plus grande partie des concours financiers obtenus précédemment auprès de banques centrales étrangères ayant été remboursés dès avril 1970; enfin, l'année 1970 a été marquée par une augmentation substantielle des recettes en provenance du Fonds agricole de la C.E.E. (F.E.O.G.A.).

Les entrées nettes de capitaux privés à long terme en France sont passées de \$0,4 milliard en 1969 à \$0,7 milliard l'année dernière. Encouragés par l'amélioration du climat économique, les investissements étrangers en France du secteur non bancaire ont plus que doublé, en chiffres nets, pour atteindre le niveau record de \$1,4 milliard. Les investissements directs et les prêts ont augmenté respectivement de quelque

\$300 millions et les investissements de portefeuille, essentiellement sous forme de souscriptions à des emprunts français émis à l'étranger, de \$230 millions. Les investissements à long terme à l'étranger des résidents français ont également progressé notablement en 1970. Dans le secteur non bancaire, ils sont passés de \$260 millions à \$440 millions, les investissements directs ayant enregistré à eux seuls, sur le total, une augmentation de \$100 millions, à la faveur d'un assouplissement de la réglementation des changes. Une grande partie des investissements à l'étranger du secteur non bancaire a été financée avec le produit d'emprunts auprès de non-résidents. Les investissements à long terme à l'étranger des banques se sont développés d'une façon encore plus impressionnante, pour atteindre \$280 millions l'année dernière, alors qu'en 1969 leur niveau était quasiment nul. La majeure partie de ces opérations sont intervenues pendant le second semestre de l'année, par suite de la progression du coût des emprunts sur le marché des euro-obligations, et les banques les ont financées à l'aide de ressources à court terme obtenues sur le marché de l'euro-dollar.

La balance des mouvements de capitaux à court terme, y compris les règlements multilatéraux et les ajustements, a enregistré un accroissement encore plus marqué des recettes nettes, de \$15 millions à \$540 millions. Ces entrées se sont produites essentiellement pendant le premier semestre, au moment où les entreprises françaises ont contracté un volume substantiel d'emprunts à court terme à l'étranger, afin de tourner les restrictions appliquées sur le crédit intérieur. Au second semestre, à la suite de l'interdiction qui a frappé, en juillet 1970, les emprunts à l'étranger à échéance inférieure à un an (exception faite de ceux qui étaient destinés à financer le commerce extérieur), la balance s'est soldée par des sorties nettes d'un faible montant.

*Allemagne fédérale.* Les deux principaux éléments de la balance de base des paiements de l'Allemagne fédérale se sont l'un et l'autre rapprochés de l'équilibre en 1970. Les sorties de capitaux à long terme, qui avaient atteint, en 1969, le chiffre anormalement élevé de \$6 milliards, sont retombées à \$1,2 milliard en raison du resserrement de la liquidité interne et de la hausse sensible des taux d'intérêt sur le marché intérieur. De plus, l'excédent courant, malgré une nouvelle amélioration du surplus de la balance commerciale, est revenu de \$1,6 milliard à \$0,7 milliard, sous la double influence de la réévaluation, d'une part, et de l'élévation sensible des revenus et de la demande internes, d'autre part. Le déficit de base des paiements a par conséquent fortement fléchi, revenant de \$4,4 milliards à \$0,6 milliard. Parallèlement, les facteurs d'ordre interne qui ont déterminé la réduction des sorties nettes de capitaux à long terme ont été, de même que la baisse des taux d'intérêt sur les créances en dollars, à l'origine d'entrées nettes de fonds à court terme s'élevant à \$4,4 milliards (compte tenu des «Erreurs et omissions»). La balance générale des paiements (à l'exclusion de la contrepartie de l'allocation initiale de D.T.S.) a ainsi accusé un changement de sens de \$8 milliards, pour faire apparaître un excédent de \$3,8 milliards.

Le changement considérable intervenu dans la balance des mouvements de capitaux à long terme a porté essentiellement sur le secteur privé, où les sorties nettes sont tombées de \$5,5 milliards à \$0,5 milliard. Le resserrement de la liquidité interne a, en particulier, affecté deux catégories d'opérations en capital. En premier lieu, la balance des opérations à long terme des banques s'est inversée, un montant net

de \$3 milliards de prêts ayant fait place à des emprunts nets à concurrence de \$0,3 milliard. Pendant le premier trimestre de 1970, la position extérieure nette à long terme des banques était encore créditrice pour un montant de \$0,4 milliard mais, durant le reste de l'année, les établissements de crédit ont contracté des emprunts nets, à raison de \$0,7 milliard, principalement afin de tourner l'obligation qui leur était faite de constituer des réserves spéciales en contrepartie de leurs nouveaux engagements à court terme à l'égard de l'étranger. En second lieu, les sorties nettes au titre des investissements de portefeuille ont fléchi de \$2,7 milliards à \$0,2 milliard entre 1969 et 1970. Les achats de valeurs mobilières étrangères par des résidents sont tombés de \$2,4 milliards à \$0,6 milliard; en effet, les souscriptions, par les syndicats d'émission allemands, à des émissions étrangères libellées en deutsche marks et en d'autres monnaies ont fléchi de \$1,4 milliard à \$0,3 milliard et les achats nets de certificats d'investissement étrangers, dont le montant avait atteint \$0,5 milliard, sont pratiquement tombés à zéro. En outre, les transactions de non-résidents sur valeurs mobilières allemandes se sont soldées l'an dernier par des entrées de \$0,4 milliard, contre \$0,3 milliard de sorties

**Allemagne fédérale: Balance des paiements.\***

Postes	1969	Année entière	1970				1971 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
	en millions de dollars E.U.						
Commerce (f.o.b.)							
Exportations . . . . .	29.095	34.105	7.820	8.490	8.390	9.405	9.020
Importations . . . . .	23.960	28.285	6.670	7.195	6.815	7.605	7.560
Balance commerciale . . .	+ 5.135	+ 5.820	+ 1.150	+ 1.295	+ 1.575	+ 1.800	+ 1.460
Services et transferts . . .	- 3.525	- 5.155	- 1.140	- 1.115	- 1.665	- 1.235	- 1.360
Balance des paiements courants . . . . .	+ 1.610	+ 665	+ 10	+ 180	- 90	+ 565	+ 100
Mouvements de capitaux à long terme							
Privés . . . . .	- 5.475	- 545	- 1.000	- 65	+ 285	+ 235	+ 95
Officiels . . . . .	- 530	- 690	- 95	- 235	- 190	- 170	- 155
Total . . . . .	- 6.005	- 1.235	- 1.095	- 300	+ 95	+ 65	- 60
Balance de base . . . . .	- 4.395	- 570	- 1.085	- 120	+ 5	+ 630	+ 40
Mouvements de capitaux à court terme							
Privés . . . . .	- 190	+ 1.760	+ 210	+ 540	+ 790	+ 220	+ 830
Officiels . . . . .	- 10	- 110	+ 25	- 130	+ 50	- 55	+ 175
Total . . . . .	- 200	+ 1.650	+ 235	+ 410	+ 840	+ 165	+ 1.005
Erreurs et omissions . . .	+ 370	+ 2.720	+ 600	+ 875	+ 1.040	+ 205	+ 2.275
Balance générale . . . . .	- 4.225	+ 3.800	- 250	+ 1.165	+ 1.885	+ 1.000	+ 3.320
Contrepartie des allocations de D.T.S. . . . .	-	+ 200	+ 200	-	-	-	+ 170
Balance générale, y compris la contrepartie des allocations D.T.S. . . . .	- 4.225	+ 4.000	- 50	+ 1.165	+ 1.885	+ 1.000	+ 3.490

\* Sur la base des transactions.

en 1969. Les investissements directs, beaucoup moins sensibles à la situation des marchés monétaire et financier, ont évolué en 1970, en sens contraire des autres mouvements de capitaux privés à long terme, les sorties nettes passant de \$0,2 milliard à \$0,4 milliard.

Les sorties nettes de capitaux officiels à long terme, qui avaient atteint \$0,5 milliard en 1969, se sont élevées à \$0,7 milliard en 1970. Cette évolution s'explique, pour l'essentiel, par un accroissement des achats de valeurs du gouvernement fédéral américain effectués dans le cadre de l'accord sur la compensation en devises conclu avec les Etats-Unis.

Les exportations et les importations, calculées sur la base de leur valeur f.o.b. en dollars, ont progressé, l'an dernier, au même rythme de 18% environ, contre 17 et 25% respectivement en 1969. Le montant des ventes à l'étranger étant sensiblement plus élevé que celui des achats, l'excédent commercial s'est renforcé, passant de \$5,1 milliards à \$5,8 milliards. Sur la base des statistiques douanières, la plupart des catégories de produits ont enregistré un taux d'expansion plus faible. Le ralentissement a été particulièrement marqué dans le cas des produits semi-ouvrés et des biens intermédiaires, dont les taux de progression ont été réduits de 26 à 13% et de 28 à 15% respectivement. En volume, le taux de croissance des exportations a fléchi, l'an dernier, de 12 à 8% et celui des importations de 18 à 14%.

D'après les statistiques douanières, l'excédent de la balance commerciale est passé de \$4 milliards à \$4,3 milliards. Il s'est accru de \$0,6 milliard à l'égard des pays de l'A.E.L.E. — des excédents plus élevés réalisés dans le commerce avec l'Autriche et la Suisse ayant compensé en grande partie un fléchissement du surplus dégagé avec le Royaume-Uni — et de \$0,3 milliard avec les pays industrialisés autres que ceux de la C.E.E., de l'A.E.L.E. et d'Amérique du Nord. Parmi ces autres pays, on note la Yougoslavie, à l'égard de laquelle l'excédent s'est inscrit en hausse de près de \$0,2 milliard. En revanche, le surplus commercial de l'Allemagne fédérale à l'égard de ses partenaires de la C.E.E. s'est réduit, revenant de \$0,7 milliard à \$0,5 milliard. Enfin, le développement rapide des achats en provenance de l'Amérique du Nord a provoqué un renversement de position de \$0,5 milliard, dans le sens excédent-déficit, des échanges commerciaux de l'Allemagne fédérale avec cette zone.

Les effets de la réévaluation, ainsi que la progression considérable des revenus et de la demande internes, ressortent très nettement de l'évolution des «Services et transferts», dont le déficit est passé brusquement de \$3,5 milliards à \$5,2 milliards en 1970. Exception faite des recettes de caractère militaire, qui ont progressé de \$0,2 milliard, les soldes passifs se sont aggravés pour toutes les rubriques, notamment celles du tourisme, des prestations sans contrepartie et des transports. Le déficit des échanges touristiques est monté de \$1 milliard à \$1,5 milliard, les dépenses des touristes allemands à l'étranger ayant augmenté d'un tiers, tandis que les recettes dues au séjour des touristes étrangers en Allemagne fédérale ne marquaient qu'une avance de 12%. Le solde passif des transports s'est élargi, passant de \$0,2 milliard à \$0,5 milliard, en partie à cause d'une expansion de 15% des importations en provenance de pays d'outre-mer (les frets maritimes représentent la moitié environ de l'ensemble des frais de transport), en partie pour des raisons statistiques. Enfin, le solde défavorable des prestations sans

contrepartie est passé de \$2,2 milliards à \$2,5 milliards. Si les transferts de l'Etat ont fléchi d'environ \$0,1 milliard à cause d'une diminution des versements au F.E.O.G.A., les envois de fonds à l'étranger des travailleurs immigrés sont passés à \$1,2 milliard, s'inscrivant en hausse de \$0,5 milliard. Ce dernier mouvement résulte aussi bien d'un accroissement de 400.000 environ de l'effectif des travailleurs étrangers, dont le total s'est élevé à près de deux millions à la fin de l'an dernier, que de la flambée des salaires.

Les entrées nettes de capitaux à court terme, y compris les « Erreurs et omissions », sont montées en flèche pour atteindre \$4,4 milliards en 1970, contre \$0,2 milliard en 1969. Les entreprises privées, en présence d'un resserrement du crédit à l'économie interne et de la hausse des taux d'intérêt, se sont tournées vers le marché des euro-monnaies et ont obtenu \$1,8 milliard de crédits de trésorerie. Le reliquat des entrées de capitaux à court terme, soit \$2,6 milliards, est attribuable à des crédits de trésorerie non identifiés et à des crédits commerciaux.

Pendant le premier trimestre de 1971, la balance générale des paiements (compte non tenu de la contrepartie de la deuxième allocation de D.T.S.) a fait apparaître un excédent de \$3,3 milliards et des entrées nettes de capitaux à court terme d'un même montant. Les mouvements de capitaux identifiés ont représenté moins d'un tiers de ces entrées, dont la plupart ont été constituées par \$2,3 milliards de recettes nettes non identifiées. La balance des opérations courantes, celle des mouvements de capitaux à long terme et, par conséquent, la balance de base ont toutes été à peu près en équilibre. Toutefois, en examinant les divers postes composant la balance des paiements courants, on constate que, par rapport au premier trimestre de 1970, l'excédent d'exportation s'est avancé de \$1,2 milliard à \$1,5 milliard, tandis que le déficit des services et des transferts est passé de \$1,1 milliard à \$1,4 milliard.

*Italie.* En raison d'une sévère réduction des sorties nettes de capitaux, ramenées de \$3,5 milliards à \$0,4 milliard, la balance générale des paiements de l'Italie, successivement excédentaire en 1968 et déficitaire en 1969, est redevenue positive l'an dernier à concurrence de \$0,4 milliard (compte non tenu de la contrepartie de l'allocation initiale de D.T.S.). L'excédent des paiements courants a toutefois continué à se détériorer, tombant brusquement de \$2,3 milliards à \$0,8 milliard; ce recul a été provoqué, pour plus de moitié, par une aggravation de la balance commerciale et, pour le reste, par une diminution de l'excédent au titre des services et des transferts.

Le solde des transactions commerciales est passé d'un excédent de \$0,5 milliard en 1969 à un déficit de \$0,3 milliard l'an dernier. La détérioration s'était déjà amorcée au dernier trimestre de 1969, pendant lequel l'activité économique avait beaucoup souffert des grèves; par la suite, la balance commerciale a été déficitaire jusqu'au troisième trimestre de 1970. La situation a toutefois commencé à s'améliorer après le premier trimestre de 1970, avec le plafonnement, puis le fléchissement des importations et, au dernier trimestre, les résultats du commerce extérieur sont redevenus favorables à concurrence de \$0,1 milliard (chiffre corrigé des variations saisonnières). Mais, au premier trimestre de 1971, l'expansion des importations a repris, et la balance a fait apparaître de nouveau un solde passif de \$0,2 milliard.

**Italie: Balance des paiements.<sup>1</sup>**

Postes	1969	Année entière	1970 <sup>2</sup>				1971 <sup>2</sup>
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	1er trimestre
	en millions de dollars E.U.						
<b>Commerce (f.o.b.)</b>							
Exportations . . . . .	11.640	13.105	2.985	3.305	3.410	3.405	3.415
Importations . . . . .	11.100	13.445	3.210	3.480	3.480	3.275	3.615
Balance commerciale . . .	+ 540	- 340	- 225	- 175	- 70	+ 130	- 200
<b>Services et transferts</b>							
Tourisme . . . . .	+ 1.140	+ 910	+ 215	+ 215	+ 245	+ 235	.
Envois de fonds des travailleurs . .	+ 945	+ 955	+ 240	+ 250	+ 240	+ 225	.
Divers . . . . .	- 285	- 710	- 190	- 160	- 165	- 195	.
Total . . . . .	+ 1.800	+ 1.155	+ 265	+ 305	+ 320	+ 265	+ 250
Balance des paiements courants	+ 2.340	+ 815	+ 40	+ 130	+ 250	+ 395	+ 50
Balance des paiements courants, avant ajustement .	+ 2.340	+ 815	- 95	+ 160	+ 590	+ 160	- 125
<b>Mouvements de capitaux</b>							
Résidents . . . . .	- 3.855	- 2.410	- 985	- 720	- 395	- 310	.
Non-résidents . . . . .	+ 230	+ 2.185	+ 450	+ 695	+ 435	+ 605	.
Erreurs et omissions . . . . .	+ 110	- 185	- 80	+ 45	- 260	+ 110	.
Total . . . . .	- 3.515	- 410	- 615	+ 20	- 220	+ 405	+ 425
Balance générale . . . . .	- 1.175	+ 405	- 710	+ 180	+ 370	+ 565	+ 300
<b>Contrepartie des allocations de D.T.S. . . . .</b>	-	+ 105	+ 105	-	-	-	+ 110
Balance générale, y compris la contrepartie des allocations de D.T.S. . . . .	- 1.175	+ 510	- 605	+ 180	+ 370	+ 565	+ 410

<sup>1</sup> Sur la base des transactions. <sup>2</sup> Les données trimestrielles de la balance des paiements courants sont désaisonnalisées.

Si l'on considère l'année dans son ensemble, la détérioration de la balance du commerce extérieur calculée sur la base des statistiques douanières (importations c.a.f., exportations f.o.b.) a été provoquée à la fois par la persistance d'un taux élevé de progression des importations (20% contre 21%) et par le ralentissement de la croissance des ventes à l'étranger (de 15 à 12½%). Comme dans beaucoup d'autres pays, la hausse des prix a, l'an dernier, joué un rôle important dans le développement du commerce extérieur de l'Italie, les prix à l'importation ayant monté de 4%, et ceux à l'exportation de 5%.

Les échanges de produits semi-ouvrés ont évolué de façon particulièrement défavorable: les importations se sont accrues, dans cette catégorie, de 30% en 1970, et même de 55% pour les produits sidérurgiques, tandis que les exportations ne s'amélioreraient que de 12%. En valeur absolue, cette aggravation peut être chiffrée à plus de \$0,6 milliard et elle explique, à concurrence des deux tiers environ, l'élargissement (de \$0,7 milliard à \$1,7 milliard) du solde passif de la balance commerciale dans lequel le déficit croissant en combustible et en énergie est, en outre, intervenu pour un montant de \$0,2 milliard.

La répartition géographique, par groupes de pays, montre que la balance à l'égard des autres pays de la C.E.E., après avoir été excédentaire pendant deux ans, a enregistré l'an dernier un renversement de \$0,6 milliard, pour se solder par un déficit de \$0,5 milliard. Cette détérioration s'est produite à raison des deux tiers dans les échanges avec la France, pour lesquels un excédent de \$0,1 milliard a fait place à un déficit de \$0,3 milliard par suite d'une expansion de 27% des importations. Les balances à l'égard des autres partenaires de la C.E.E. ont également évolué de façon défavorable. Par contre, l'excédent commercial envers les pays de l'A.E.L.E. et les autres pays d'Europe occidentale a enregistré une amélioration d'environ \$0,1 milliard — la seule qui ait été constatée au niveau des échanges par groupes régionaux de pays.

La détérioration de la balance du commerce extérieur s'est accompagnée d'un fléchissement marqué, de \$1,8 milliard à \$1,2 milliard, de l'excédent des services et des transferts. Les recettes nettes du tourisme ont fléchi de \$1,1 milliard à \$0,9 milliard, et ce recul a été dû entièrement à l'expansion des dépenses à l'étranger des touristes italiens; le poste «Revenus des investissements» s'est aggravé, passant d'un surplus de \$0,1 milliard à un léger déficit net, en raison de l'augmentation de l'endettement extérieur de l'Italie et de la hausse des taux d'intérêt intérieurs; l'élargissement du déficit des transferts nets de l'Etat, qui s'est élevé à \$0,3 milliard, a été dû principalement à d'importants versements au F.E.O.G.A.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux, le montant total des sorties nettes identifiées est tombé de \$3,6 milliards à \$0,2 milliard. Les entrées de capitaux étrangers en Italie ont enregistré une progression de \$0,2 milliard à \$2,2 milliards, tandis que les sorties nettes de capitaux italiens rétrogradaient de \$3,9 milliards à \$2,4 milliards. Ces variations spectaculaires ont résulté principalement des mesures de politique monétaire prises par les autorités italiennes — encouragements à emprunter à l'étranger donnés délibérément au secteur public, relèvement des taux d'intérêt pratiqués en Italie, réglementation plus stricte concernant les rapatriements de billets de banque italiens — bien que le fléchissement des taux d'intérêt sur les marchés internationaux et l'amélioration de la situation politique sur le plan intérieur, vers le milieu d'août 1970, aient également joué un rôle non négligeable. En ce qui concerne la diminution des sorties de capitaux appartenant à des résidents, l'élément le plus important a été, sans aucun doute, une réduction de \$2,2 milliards à \$1 milliard des sorties sous forme de remises de billets de banque. En outre, les prêts accordés par des particuliers à des non-résidents sont tombés de \$0,5 milliard à \$0,2 milliard et les investissements directs à l'étranger de \$0,3 milliard à \$0,1 milliard. L'accroissement des entrées nettes de capitaux étrangers s'explique principalement par les emprunts massifs contractés à l'extérieur, en particulier par des entreprises italiennes du secteur public, pour un montant total de \$2 milliards en chiffres bruts.

Au cours de l'année 1970, les sorties nettes de capitaux italiens ont fléchi de \$1,7 milliard pendant le premier semestre à \$0,7 milliard durant le second, tandis que les entrées nettes de capitaux étrangers ont dépassé \$1 milliard pour chaque période. Compte tenu du poste «Erreurs et omissions», les sorties nettes d'un montant de \$0,6 milliard enregistrées au premier semestre ont été suivies de \$0,2 milliard d'entrées nettes. Pendant le dernier trimestre de 1970 et les trois premiers mois de 1971, les entrées nettes de capitaux ont dépassé au total \$0,4 milliard.



*Union Economique Belgo-Luxembourgeoise.* Une évolution favorable de la balance commerciale a fait faire un bond en avant à l'excédent courant, qui est passé de \$0,1 milliard en 1969 à \$0,7 milliard l'an dernier. Or, cette amélioration a été plus que compensée dans la balance générale par les sorties nettes de capitaux qui ont remplacé les entrées enregistrées en 1969 (compte tenu des «Erreurs et omissions»). Il en résulte que l'excédent global des paiements (non compris la contrepartie de l'allocation initiale de D.T.S.) est revenu de \$0,3 milliard à \$0,1 milliard. Au premier trimestre de 1971 toutefois, il s'est élevé à \$125 millions, contre \$95 millions pour le trimestre correspondant de 1970.

L'amélioration de la balance commerciale a principalement résulté d'une évolution favorable des termes de paiement de la Belgique à partir du dernier trimestre de 1969. En effet, la balance du commerce, calculée sur la base des règlements, est passée d'un déficit de \$100 millions à un excédent de \$470 millions tandis que, sur la base des statistiques douanières, l'amélioration a été de \$190 millions seulement, le surplus passant de \$70 millions à \$260 millions.

Le ralentissement du rythme de progression des échanges commerciaux avec l'étranger en 1970 a été dû en totalité à l'expansion plus faible du volume des transactions: pendant les onze premiers mois, le volume des importations s'est accru de 8% et celui des exportations de 11%, contre 17 et 18% respectivement en 1969. Le rythme d'augmentation de la valeur unitaire a été de 5% en 1969 comme en 1970 pour les exportations et respectivement de 3 et de 4% pour les importations. La hausse des valeurs unitaires a donc représenté près d'un tiers de l'accroissement en valeur des exportations et a été en grande partie imputable à une progression considérable des prix de l'acier. Les achats à l'étranger de biens d'équipement ont enregistré une expansion beaucoup plus grande que ceux des autres catégories de biens, soit 22% en volume pendant les trois premiers trimestres et 24% en valeur. Pendant le premier trimestre de 1971, le total des importations, corrigé des variations saisonnières, s'est accru de 10% par rapport à la période correspondante de 1970, tandis que celui des exportations n'a progressé que de 4%.

Les achats comme les ventes aux autres pays de la C.E.E. se sont inscrits en hausse de 17% l'an dernier, et le surplus à l'égard de la Communauté a progressé de \$200 millions pour s'établir à \$1.265 millions. Une détérioration de \$170 millions de la balance avec la France a été plus que compensée par des améliorations à l'égard des trois autres partenaires; en particulier, les échanges commerciaux avec l'Allemagne fédérale sont passés d'un léger déficit à un excédent de \$205 millions. La balance commerciale avec les pays de l'A.E.L.E. s'est améliorée, passant d'un déficit de \$110 millions à un excédent de \$30 millions; on note également des améliorations dans les balances à l'égard de toutes les autres zones sauf le Japon et l'Amérique du Nord. Avec cette dernière zone, le déficit s'est élargi de \$300 millions et les importations ont monté en flèche — de 30% pour celles en provenance des Etats-Unis et de 45% pour celles venant du Canada.

Avec \$275 millions, les recettes nettes provenant des services et des transferts ont été supérieures de \$90 millions à celles de 1969, cette progression s'expliquant

**Union Economique Belgo-Luxembourgeoise: Balance des paiements.<sup>1</sup>**

Postes	1969	1970				
		Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U.						
Commerce						
Exportations . . . . .	7.780	9.335	2.150	2.360	2.310	2.515
Importations . . . . .	7.880	8.865	2.000	2.305	2.155	2.405
Balance commerciale . . .	- 100	+ 470	+ 150	+ 55	+ 155	+ 110
Services et transferts . . . .	+ 185	+ 275	+ 95	+ 45	+ 80	+ 55
Balance des paiements courants	+ 85	+ 745	+ 245	+ 100	+ 235	+ 165
Mouvements de capitaux						
Organismes publics . . . . .	- 40	-	- 5	-	-	+ 5
Organismes semi-publics <sup>2</sup> . . . .	+ 190	- 40	- 5	- 20	+ 5	- 20
Capitaux privés						
Investissements étrangers en U.E.B.L. . . . .	+ 360	+ 325	+ 45	+ 125	+ 45	+ 110
Investissements de l'U.E.B.L. à l'étranger . . . . .	- 265	- 515	- 100	- 125	- 160	- 130
Total . . . . .	+ 245	- 230	- 65	- 20	- 110	- 35
Erreurs et omissions . . . .	- 40	- 405	- 85	- 40	- 30	- 250
Balance générale . . . . .	+ 290	+ 110	+ 95	+ 40	+ 95	- 120
Contrepartie de l'allocation de D.T.S. . . . .	-	+ 70	+ 70	-	-	-
Balance générale, y compris la contrepartie de l'allocation de D.T.S. . . . .	+ 290	+ 180	+ 165	+ 40	+ 95	- 120

<sup>1</sup> Sur la base des règlements. <sup>2</sup> Entreprises publiques et organismes financiers du secteur public autres que les institutions monétaires.

pour moitié par l'expansion des revenus des investissements. Les recettes de fret ont également progressé, et les dépenses nettes des touristes à l'étranger ont été un peu plus faibles.

A la différence de celle de la plupart des autres pays d'Europe, la balance des mouvements de capitaux de l'U.E.B.L., y compris les «Erreurs et omissions», s'est détériorée, \$205 millions d'entrées nettes ayant fait place à \$635 millions de sorties nettes. Ce changement a résulté pour moitié environ d'ajustements statistiques, comme le montre l'évolution du poste défavorable «Erreurs et omissions», qui est passé de \$40 millions à \$405 millions. Les sorties nettes de capitaux identifiés appartenant à des résidents du secteur privé sont passées de \$265 millions à \$515 millions. Les investissements directs à l'étranger, négligeables en 1969, se sont élevés à \$130 millions l'an dernier. En particulier, les prêts nets des entreprises belges et luxembourgeoises (et plus spécialement des sociétés pétrolières) à leurs filiales étrangères, qui avaient fléchi, se sont inscrits en hausse en 1970. On note aussi une expansion des dépôts à l'étranger pour compte de résidents, succédant à des rapatriements effectués en 1969. Malgré une progression de \$70 millions des investissements directs de non-résidents, qui s'établissent à \$335 millions, le total des investissements privés de l'étranger en Belgique est revenu de

\$360 millions à \$325 millions. Les entrées de capitaux français cherchant refuge en Belgique avaient représenté en 1969 un montant appréciable mais, l'an dernier, ce mouvement s'est arrêté.

Les entreprises publiques et les organismes financiers du secteur public autres que les institutions monétaires, qui avaient emprunté des sommes importantes en 1969, se sont désendettées l'an dernier. Le montant de ces remboursements ayant dépassé celui des nouveaux emprunts, il s'est produit des sorties nettes de \$40 millions, contre \$190 millions d'entrées nettes en 1969.

*Pays-Bas.* L'évolution inflationniste de la conjoncture aux Pays-Bas a provoqué l'an dernier une détérioration sensible de la balance des paiements courants dont le solde, calculé sur la base des règlements, est passé d'un excédent de \$0,2 milliard en 1969 à un déficit de \$0,1 milliard. En même temps toutefois, sous l'influence conjuguée des mesures monétaires prises par les autorités pour combattre l'inflation et de la baisse des taux d'intérêt des créances en dollars, un changement de sens, encore plus ample, s'est produit dans la balance des mouvements de capitaux (compte tenu des « Erreurs et omissions »), les sorties d'un faible montant enregistrées en 1969 ayant fait place à \$0,6 milliard d'entrées nettes. En conséquence, l'excédent de la balance générale des paiements (non compris la contrepartie de l'allocation initiale de D.T.S.) s'est en fait sensiblement relevé, passant de \$0,2 milliard à \$0,5 milliard.

L'importante modification intervenue dans la balance des mouvements de capitaux entre 1969 et 1970 a principalement concerné le secteur des fonds à long terme qui a enregistré, d'une année à l'autre, un écart de \$550 millions. Plus de la moitié de ce montant a revêtu la forme d'une expansion de \$375 millions à \$665 millions des ventes nettes de valeurs mobilières néerlandaises à des non-résidents; ces opérations n'ont cessé de prendre de l'ampleur tout au long de 1970, passant de \$70 millions au premier trimestre à \$280 millions au quatrième. Le montant des achats nets d'obligations par des non-résidents est passé de \$255 millions à \$605 millions, la demande de loin la plus importante ayant émané de Suisse. Les ventes nettes d'actions néerlandaises ont en revanche fléchi de \$120 millions à \$60 millions. Pendant le premier trimestre de 1971, les entrées nettes de capitaux à long terme ont atteint \$255 millions, soit la moitié environ du chiffre enregistré pour toute l'année 1970. Sur ce total, \$165 millions ont revêtu la forme d'investissements directs et \$95 millions celle d'opérations sur valeurs mobilières.

La détérioration enregistrée l'an dernier par la balance des paiements courants, calculée sur la base des règlements, provient à raison des neuf dixièmes de l'aggravation de \$355 millions à \$645 millions du déficit du commerce extérieur. Les importations ont été supérieures de 22% et les exportations de 20% au chiffre de 1969. Avec les données établies sur la base des transactions, la dégradation fondamentale de la balance commerciale d'une année à l'autre apparaît même plus importante; en effet, le déficit est passé de \$1.015 millions à \$1.600 millions. Ce mouvement a été toutefois attribuable aux crédits nets à court terme obtenus par les Pays-Bas, dont le montant est passé de \$190 millions à \$330 millions, à la suite de la politique de resserrement monétaire. Avec \$135 millions, le déficit de la balance des opérations courantes sur la base des

Pays-Bas: Balance des paiements.<sup>1</sup>

Postes	1969	Année entière	1970				1971 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars E.U.							
Commerce (f.o.b.)							
Exportations . . . . .	9.300	11.115	2.450	2.830	2.785	3.050	2.920
Importations . . . . .	9.655	11.760	2.545	3.035	2.900	3.280	3.135
Balance commerciale . . . .	- 355	- 645	- 95	- 205	- 115	- 230	- 215
Services et transferts							
Revenus des investissements . .	+ 215	+ 125	+ 10	- 15	+ 130	-	- 45
Divers . . . . .	+ 315	+ 375	+ 90	+ 130	+ 80	+ 75	+ 125
Total . . . . .	+ 530	+ 500	+ 100	+ 115	+ 210	+ 75	+ 80
Balance des paiements courants . . . . .	+ 175	- 145	+ 5	- 90	+ 95	- 155	- 135
Mouvements de capitaux à long terme							
Valeurs néerlandaises . . . .	+ 375	+ 665	+ 70	+ 115	+ 200	+ 280	+ 95
Valeurs étrangères . . . . .	- 240	- 250	- 55	- 35	- 85	- 75	-
Investissements directs <sup>2</sup> . . . .	- 145	+ 35	+ 60	+ 170	- 235	+ 40	+ 165
Ressources bancaires et autres capitaux privés <sup>3</sup> . . . .	+ 15	+ 105	+ 5	- 30	+ 205	- 75	-
Capitaux officiels . . . . .	- 30	- 30	- 10	- 15	- 5	-	- 5
Total . . . . .	- 25	+ 525	+ 70	+ 205	+ 80	+ 170	+ 255
Balance de base . . . . .	+ 150	+ 380	+ 75	+ 115	+ 175	+ 15	+ 120
Mouvements de capitaux à court terme							
Secteur non bancaire . . . . .	- 60	-	- 30	- 75	+ 150	- 45	+ 35
Secteur bancaire . . . . .	+ 20	+ 25	- 85	+ 120	- 20	+ 10	- 85
Erreurs et omissions . . . . .	+ 40	+ 50	+ 45	- 5	- 15	+ 25	+ 10
Total . . . . .	-	+ 75	- 70	+ 40	+ 115	- 10	- 40
Balance générale . . . . .	+ 150	+ 455	+ 5	+ 155	+ 290	+ 5	+ 80
Contrepartie des allocations de D.T.S. . . . .	-	+ 90	+ 90	-	-	-	+ 75
Balance générale, y compris la contrepartie des allocations de D.T.S. . . . .	+ 150	+ 545	+ 95	+ 155	+ 290	+ 5	+ 155

<sup>1</sup> Sur la base des règlements.  
surtout de crédits.

<sup>2</sup> Y compris des crédits à long et à court terme inter-entreprises.

<sup>3</sup> Il s'agit

règlements a été presque aussi considérable, au premier trimestre de 1971, que pour l'ensemble de l'année précédente.

La répartition géographique par zones révèle que les déficits commerciaux à l'égard de l'Amérique du Nord et des pays en voie de développement se sont aggravés de \$300 millions environ dans chaque cas, pour atteindre respectivement \$910 millions et \$1.030 millions. En Europe, l'excédent à l'égard des pays de l'A.E.L.E. a diminué, mais le déficit vis-à-vis de la C.E.E. a été plus réduit, une détérioration sensible de la balance des échanges franco-néerlandais étant plus que compensée par une amélioration dans le commerce avec l'Allemagne fédérale.

En volume, les importations comme les exportations se sont développées à un rythme de 15% en 1970. Les prix moyens des produits importés ont toutefois enregistré des hausses beaucoup plus fortes que ceux des exportations (7% contre 4%). Le fait saillant de l'année, du côté des importations, a été l'augmentation de 21% du volume des achats à l'étranger de biens d'équipement, contre 6% l'année précédente. Pour ce qui est des exportations, les ventes de produits alimentaires, de boissons et de tabacs se sont accrues de 15%, soit à une cadence double de celle de 1969.

L'excédent dégagé au titre des services et des transferts a été inférieur de \$30 millions à celui de 1969. Les revenus nets des investissements ont fléchi de \$90 millions pour s'établir à \$125 millions, mais ce mouvement a été compensé en partie par d'importants versements effectués par le F.E.O.G.A. Les postes « Transports » et « Tourisme » font état d'une amélioration par rapport à 1969 en raison, dans le dernier cas, de l'accroissement des recettes en provenance d'Allemagne fédérale.

*Autriche.* En 1970, l'excédent global de la balance des paiements, à l'exclusion de la contrepartie de l'allocation initiale de D.T.S., s'est élevé à \$70 millions, soit un chiffre quelque peu inférieur à celui de l'année précédente. Cependant, si l'excédent noté en 1969 était entièrement imputable aux transactions courantes, en 1970 il résulte principalement d'afflux de capitaux non identifiés.

Le déficit commercial, qui a fait un bond de \$290 millions pour s'établir à \$725 millions, s'est élargi régulièrement en cours d'année. La croissance des exportations s'est ralentie de 21 à 18% d'une année à l'autre, tandis que le développement des importations s'est accéléré, passant de 13 à 26%.

Les achats de machines et de moyens de transport se sont accrus de 33% et les importations de combustibles minéraux et d'énergie se sont gonflées à raison de 44%. En ce qui concerne la répartition géographique, les exportations en direction de l'A.E.L.E. se sont développées à un rythme nettement plus rapide, et celles en direction de la C.E.E. à un rythme plus lent que le montant global des ventes à l'étranger. Les livraisons à la Yougoslavie ont augmenté de près de 50%, représentant le dixième du développement global des exportations autrichiennes.

La détérioration des échanges commerciaux a été compensée en partie par une nouvelle progression de \$180 millions de l'excédent des transactions invisibles, imputable en totalité à l'accroissement des recettes touristiques nettes. La balance des transactions courantes s'est aggravée, passant d'un excédent de \$100 millions à une situation à peu près équilibrée.

Les mouvements de capitaux à long terme se sont renversés, des sorties nettes de \$25 millions en 1969 ayant fait place à des entrées nettes de \$15 millions l'année dernière. Quant aux mouvements de capitaux à court terme, qui englobent le poste « Erreurs et omissions », l'accroissement des entrées nettes de \$30 millions à \$65 millions s'explique, et au-delà, par une augmentation de \$50 millions des recettes non identifiées.

Pendant le premier trimestre de 1971, la balance commerciale s'est soldée par un déficit de \$245 millions, contre \$150 millions au cours de la période correspondante

**Pays d'Europe occidentale: Balances des paiements.**

Pays	Années	Balance commerciale (f. o. b.)	Services et transferts	Balance des paiements courants	Mouvements nets de capitaux (entrées +)		Balance générale <sup>1</sup>
					Long terme	Court terme	
en millions de dollars E.U.							
Allemagne fédérale	1969	+ 5.135	- 3.525	+ 1.610	- 6.005	+ 170	- 4.225
	1970	+ 5.820	- 5.155	+ 665	- 1.235	+ 4.370	+ 3.800
France*	1969	- 1.560	- 445	- 2.005	+ 325	+ 15 <sup>3</sup>	- 1.665
	1970	+ 460	- 180	+ 280	+ 550	+ 540 <sup>3</sup>	+ 1.370
Italie	1969	+ 540	+ 1.800	+ 2.340	- 3.515		- 1.175
	1970	- 340	+ 1.155	+ 815	- 410		+ 405
Pays-Bas*	1969	- 355	+ 530	+ 175	- 25	-	+ 150
	1970	- 645	+ 500	- 145	+ 525	+ 75	+ 455
Union Economique Belgo-Luxembourgeoise*	1969	- 100	+ 185	+ 85	+ 205		+ 290
	1970	+ 470	+ 275	+ 745	- 635		+ 110
Total de la C.E.E.	1969	+ 3.660	- 1.455	+ 2.205	- 8.830		- 6.625
	1970	+ 5.765	- 3.405	+ 2.360	- 3.780		+ 6.140
Autriche	1969	- 435 <sup>4</sup>	+ 535	+ 100	- 25	+ 30	+ 105
	1970	- 725 <sup>4</sup>	+ 715	- 10	+ 15	+ 65	+ 70
Danemark	1969	- 630	+ 220	- 410	+ 330		- 80
	1970	- 785	+ 245	- 540	+ 545		+ 5
Finlande	1969	- 55 <sup>4</sup>	+ 75	+ 20	+ 25	+ 10	+ 55
	1970	- 350 <sup>4</sup>	+ 125	- 225	+ 80	+ 205	+ 60
Islande	1969	-	+ 5	+ 5	+ 20	- 10	+ 15
	1970	+ 10	+ 5	+ 15	- 5	-	+ 10
Norvège	1969	- 780 <sup>4</sup>	+ 915	+ 135	- 160	- 30	- 55
	1970	- 1.285 <sup>4</sup>	+ 1.100	- 185	+ 90	+ 220	+ 125
Portugal	1969	- 390	+ 435	+ 45	- 40	+ 80 <sup>5</sup>	+ 85
	1970	- 500	+ 540	+ 40	+ 15	+ 25 <sup>5</sup>	+ 80
Royaume-Uni	1969	- 340	+ 1.390	+ 1.050	+ 465		+ 1.515
	1970	+ 5	+ 1.510	+ 1.515	- 405		+ 1.110
Suède	1969	- 175 <sup>4</sup>	- 20	- 195	- 135		- 330
	1970	- 195 <sup>4</sup>	- 125	- 320	+ 400		+ 80
Suisse	1969	- 630 <sup>4</sup>	+ 1.155	+ 525	- 365		+ 160
	1970	- 1.330 <sup>4</sup>	+ 1.330	-	+ 1.080 <sup>6</sup>		+ 1.080 <sup>6</sup>
Total de l'A.E.L.E.	1969	- 3.435	+ 4.710	+ 1.275	+ 195		+ 1.470
	1970	- 5.155	+ 5.445	+ 290	+ 2.330		+ 2.620
Espagne*	1969	- 2.105	+ 1.610	- 495	+ 430	- 155	- 220
	1970	- 1.940	+ 2.175	+ 235	+ 565	+ 25	+ 825
Grèce	1969	- 900 <sup>4</sup>	+ 550	- 350	+ 210	+ 135	- 5
	1970	- 1.095 <sup>4</sup>	+ 680	- 415	+ 275	+ 115	- 25
Irlande	1969	- 385	+ 195	- 190	+ 75	+ 260	+ 145
	1970	- 390	+ 240	- 150	+ 120	+ 20	- 10
Turquie	1969	- 265 <sup>4</sup>	+ 45	- 220	+ 160		- 60
	1970	- 350 <sup>4</sup>	+ 155 <sup>7</sup>	- 195 <sup>7</sup>	+ 225 <sup>7</sup>		+ 30
Total «Autres pays»	1969	- 3.655	+ 2.400	- 1.255	+ 1.115		- 140
	1970	- 3.775	+ 3.250	- 525	+ 1.345		+ 820
Total général	1969	- 3.430	+ 5.655	+ 2.225	- 7.520		- 5.295
	1970	- 3.165	+ 5.290	+ 2.125	+ 7.455		+ 9.580

Remarque: Les balances des paiements des pays marqués d'un astérisque sont calculées sur la base des règlements.

<sup>1</sup> Différence entre les balances courantes et les balances générales, y compris le poste «Erreurs et omissions». <sup>2</sup> Egal aux variations des avoirs officiels nets (à l'exclusion de l'allocation de D.T.S.) et de la position nette des banques commerciales envers l'étranger, sauf dans les cas du Royaume-Uni et de la Turquie. Le chiffre du Royaume-Uni ne comprend ni les emprunts en euro-dollars des résidents britanniques auprès de banques londoniennes en vue d'investissements à l'étranger, ni les crédits commerciaux octroyés par des banques du Royaume-Uni, qui sont inclus dans les mouvements nets de capitaux; celui de la Turquie correspond seulement aux variations des avoirs officiels nets. <sup>3</sup> Y compris les règlements de caractère multilatéral et les ajustements. <sup>4</sup> Importations c.a.f. <sup>5</sup> Y compris la balance des territoires portugais d'outre-mer vis-à-vis des pays situés hors de la zone escudo. <sup>6</sup> En raison d'importants changements apportés à la définition de la position extérieure nette des banques commerciales suisses, les données de 1970 ne sont pas comparables aux chiffres correspondants des périodes antérieures. <sup>7</sup> Estimations.

de 1970; les transactions courantes ont fait ressortir de leur côté un déficit de \$75 millions, qui a été largement compensé par les entrées de capitaux à long et à court terme; aussi la balance générale (à l'exclusion de la contrepartie de la deuxième allocation de D.T.S.) a-t-elle été pratiquement en équilibre.

*Suisse.* En raison de la haute conjoncture qu'a connue l'économie, le déficit commercial de la Suisse a été l'an dernier, avec plus de \$1,3 milliard, supérieur au double du montant enregistré en 1969. En conséquence, bien que l'excédent des transactions invisibles se soit encore amélioré de \$0,2 milliard, le surplus des transactions courantes a disparu. Toutefois, malgré cette évolution et en dépit d'une recrudescence des sorties de capitaux à long terme identifiés, la balance générale des paiements a dégagé un solde positif de \$1,1 milliard, contre \$0,2 milliard seulement en 1969, en raison de l'accroissement de \$1,3 milliard des autres entrées nettes de capitaux non identifiés, qui ont atteint \$2,1 milliards, compte tenu des « Erreurs et omissions ». Etant donné toutefois que la définition de la position extérieure nette des banques commerciales suisses a été modifiée, il n'est pas possible de comparer tout à fait la balance globale de 1970 à celle de 1969.

Alors que, l'année précédente, les importations et les exportations de biens avaient progressé de 17% et de 15% respectivement, le taux de croissance des achats à l'étranger s'est accéléré l'an dernier, pour atteindre 23%, tandis que celui des ventes s'est ralenti, tombant à 11%. Les termes de l'échange se sont détériorés de 4%, les prix ayant monté de 8% à l'importation et de 4% à l'exportation, de sorte qu'en volume, les achats et les ventes à l'étranger ont augmenté de 15% et de 7% respectivement. Une analyse des importations par catégories montre que le taux d'accroissement le plus élevé a été celui des biens d'équipement qui, en valeur, ont fait un bond de 35%, à rapprocher des 13% enregistrés en 1969. Les achats à l'étranger de matières premières et de produits semi-finis se sont inscrits en hausse de 23%. En revanche, les achats de biens de consommation ont accusé une progression inférieure à celle de l'ensemble des importations. Du côté des exportations, la plus brillante performance a été de nouveau réalisée par les biens d'équipement avec une expansion de 16%.

L'augmentation enregistrée l'an dernier dans les importations suisses trouve en majeure partie son origine dans le commerce avec les pays de la C.E.E., les achats effectués à ces pays ayant marqué un accroissement de 23%, contre 14% en 1969. En outre, les importations en provenance des pays de l'A.E.L.E. ont accusé une hausse de 23%, légèrement inférieure toutefois aux 28% de l'année précédente. Du côté des exportations, le ralentissement de la croissance a été particulièrement marqué dans les ventes à l'Allemagne fédérale et à la France, en progression de 8% et de 5% respectivement. Les livraisons aux Etats-Unis se sont inscrites en hausse de 4%, soit peu ou prou le même taux qu'en 1969. Pour le premier trimestre de l'année en cours, le déficit désaisonnalisé des échanges commerciaux a atteint une cadence annuelle de \$1,5 milliard, mais le rythme d'expansion des importations a fléchi à 9%, alors qu'il avait atteint 32% pendant la période correspondante de l'année dernière.

En 1970, l'amélioration de \$175 millions des recettes nettes provenant des transactions invisibles s'analyse en une progression des revenus des investissements, une augmentation des gains procurés par le tourisme et un accroissement des recettes

provenant des autres services. Le déficit enregistré au titre des envois de fonds des travailleurs immigrés n'a été, avec \$310 millions, que légèrement supérieur à celui de 1969.

Les sorties de capitaux à long terme identifiés se sont contractées de \$150 millions, pour s'établir à \$1.045 millions. Les sorties nettes de capitaux ayant leur origine dans les opérations des fonds de placement ont diminué de \$110 millions et le montant des nouvelles émissions étrangères d'obligations en Suisse a baissé de \$65 millions. En ce qui concerne les entrées non identifiées, qui ont atteint un montant élevé (on l'évalue à \$2,1 milliards), elles sont, sans aucun doute, imputables en partie à un mouvement de reflux de fonds vers la Suisse, à la suite de la baisse des taux d'intérêt sur l'euro-marché.

*Suède.* En dépit d'une aggravation de \$125 millions des transactions courantes, la balance générale des paiements s'est très fortement améliorée entre 1969 et 1970, un déficit de \$330 millions ayant fait place à un excédent de \$80 millions (à l'exclusion de la contrepartie de l'allocation initiale de D.T.S.). Ce redressement s'explique par le revirement des mouvements de capitaux, des sorties de \$135 millions en 1969 ayant fait place à des entrées de \$400 millions l'année dernière.

Le renversement des opérations en capital résulte principalement d'une progression marquée des mouvements de capitaux non identifiés, qui se sont soldés par des sorties de \$95 millions en 1969 et des entrées de \$175 millions en 1970. Les entrées se sont produites pendant le premier semestre de l'année et sont dues pour une bonne part, à n'en pas douter, au fait que les résidents se sont tournés de plus en plus vers les crédits commerciaux étrangers en raison de la politique monétaire restrictive appliquée à l'économie. On a également assisté à une amélioration de \$70 millions des investissements de portefeuille, résultant des émissions extérieures d'obligations suédoises effectuées pour financer les investissements à l'étranger des entreprises nationales, les recettes nettes au titre des prêts privés à long terme se sont accrues de \$65 millions et les autres entrées nettes de capitaux privés, de \$130 millions.

La détérioration de la balance des paiements courants, qui s'est soldée par un déficit de \$320 millions l'an dernier, est principalement imputable aux transactions invisibles et reflète un développement net des dépenses des touristes à l'étranger.

Le déficit commercial s'est légèrement accru, pour se situer à \$195 millions. La croissance des exportations et des importations a avoisiné 20%, même si la moitié environ de cette progression est due au renchérissement des prix. Les exportations de machines, à l'exclusion des navires, ont constitué un élément particulièrement dynamique, puisqu'elles ont enregistré un accroissement de quelque 30% en valeur. Les exportations de minerai de fer ont toutefois accusé un recul de 4%, par suite notamment de la grève qui a éclaté dans certaines mines suédoises au début de l'année. L'expansion des importations a été fortement stimulée par la constitution de stocks de matières premières et de produits semi-ouvrés.

Compte non tenu de la deuxième allocation de D.T.S., la balance des paiements de la Suède a fait ressortir un excédent global de \$50 millions au premier trimestre de 1971. Etant donné que, sur la base des chiffres douaniers, les exportations se sont accrues



de 19% d'une année à l'autre et que les importations sont restées inchangées, la balance commerciale désaisonnalisée est devenue excédentaire à raison de \$170 millions, alors qu'elle avait enregistré un déficit de \$125 millions au cours du premier trimestre de 1970.

*Danemark.* Le déficit de \$115 millions (à l'exclusion de la contrepartie de l'allocation initiale de D.T.S.) de la balance générale des paiements au cours du premier semestre de l'année 1970 a fait place à un excédent de \$120 millions pendant le second; l'excédent global pour l'ensemble de l'année s'est donc situé à \$5 millions, contre un déficit de \$80 millions en 1969. Cette amélioration s'explique par le fait que l'augmentation des entrées nettes de capitaux en cours d'année a permis de compenser, et au-delà, la détérioration de \$130 millions de la balance des paiements courants.

L'élargissement du déficit des opérations courantes est entièrement imputable aux transactions commerciales. Après s'être fortement accélérée pendant les six premiers mois de l'année sous l'effet de la vigueur persistante de la demande interne, la croissance des importations s'est ralentie pendant le second semestre. Les achats à l'étranger se sont toutefois situés, pour l'ensemble de l'année, à 14% au-dessus du niveau de l'année précédente, tandis que les exportations ont enregistré une progression de 11%. En conséquence, le déficit commercial s'est creusé, passant de \$630 millions à \$785 millions. Comme l'excédent des transactions invisibles n'a marqué qu'une faible amélioration de \$25 millions, le déficit de la balance des paiements courants est passé de \$410 millions à \$540 millions.

Les entrées nettes au titre des mouvements de capitaux se sont accrues de \$330 millions à \$545 millions. Le volume net des emprunts étrangers du secteur public a légèrement baissé, mais les entrées nettes de capitaux privés ont presque doublé, pour atteindre \$460 millions par suite principalement du resserrement des conditions d'accès au crédit interne. La plus grande partie de ces entrées ont revêtu la forme de crédits commerciaux à court terme, qui se sont vigoureusement développés pour totaliser \$300 millions environ. De surcroît, les entreprises danoises ont accru leurs recours aux prêts financiers à moyen terme de l'étranger. Quant aux investissements directs, ils ont dégagé des entrées nettes de \$35 millions.

Pendant le premier trimestre de 1971, et malgré une détérioration de la balance commerciale, la position globale, à l'exclusion de la contrepartie de la deuxième allocation de D.T.S., s'est soldée par un excédent de \$90 millions.

*Norvège.* La balance des paiements de la Norvège, qui avait fait apparaître un déficit de \$55 millions en 1969, est redevenue excédentaire l'année dernière, à concurrence de \$125 millions (à l'exclusion de la contrepartie de l'allocation initiale de D.T.S.). Ce redressement est dû à l'évolution favorable des mouvements de capitaux à long et à court terme (\$250 millions dans chaque cas), qui compense largement la détérioration de \$315 millions enregistrée au titre des opérations courantes. Pendant les trois premiers mois de 1971, on a noté un excédent global de \$35 millions.

La réapparition, en 1970, d'un déficit de \$185 millions au titre des opérations courantes s'explique notamment par une détérioration de \$505 millions du commerce en général et des transactions sur navires en particulier. Si l'on exclut ces dernières,

il apparaît que la balance commerciale s'est aggravée à raison de \$305 millions, pour faire apparaître un déficit de \$1.170 millions. Les exportations se sont accrues de 14% et les importations de 21%. Le développement prononcé des importations est la conséquence de l'activité soutenue des investissements intérieurs et de la consommation, ainsi que de l'accumulation de stocks. Les achats à l'étranger de matières premières et de combustibles, qui ne s'étaient accrus que modérément en 1969, ont enregistré des taux de progression de 36% et de 32% respectivement l'an dernier. Le taux de croissance des importations de machines est passé de 15 à 27%, tandis que celui des produits manufacturés s'est maintenu à un niveau élevé. Le solde net des transactions sur navires s'est renversé, un excédent de \$85 millions en 1969 ayant fait place à un déficit de \$115 millions, par suite notamment de l'accroissement de \$180 millions des achats de navires à l'étranger. Entre le premier trimestre de 1970 et celui de 1971, le déficit commercial, exception faite des navires, s'est élargi de \$235 millions à \$280 millions.

L'accroissement de \$185 millions de l'excédent des transactions invisibles (porté à \$1.100 millions) résulte d'une augmentation des recettes nettes de fret maritime; ces dernières ont permis de couvrir près des deux tiers de l'aggravation du déficit commercial (exception faite des navires).

Le changement de sens des mouvements de capitaux à long terme – sorties nettes de \$160 millions en 1969 et entrées de \$90 millions l'année dernière – résulte en particulier d'un développement marqué des emprunts nets du secteur de la construction navale. Le montant total net des emprunts publics et privés à l'étranger a été de \$135 millions, alors qu'en 1969 on avait assisté à des remboursements nets de \$35 millions. Les prêts nets à des non-résidents ont subi une contraction de \$35 millions l'année dernière. Faisant suite à des sorties nettes de \$30 millions en 1969, les mouvements de capitaux à court terme ont enregistré des entrées de \$220 millions et cela essentiellement au cours du dernier trimestre de 1970, lorsque les autorités renforcèrent le dispositif de restriction de crédit.

*Finlande.* Etant donné que la détérioration sensible du déficit commercial de \$55 millions en 1969 à \$350 millions en 1970 n'a été que partiellement compensée par l'augmentation des recettes nettes au titre des opérations invisibles, l'excédent de \$20 millions de la balance des opérations courantes en 1969 a fait place à un déficit de \$225 millions l'année dernière. Cependant, par suite de l'accroissement du solde positif des mouvements de capitaux à long terme et surtout d'un afflux prononcé des entrées de capitaux à court terme, la balance générale des paiements est demeurée favorable. L'excédent global de \$60 millions (à l'exclusion de la contrepartie de l'allocation initiale de D.T.S. à la Finlande) a été même plus élevé que l'année précédente. Pendant le premier trimestre de 1971, il a atteint \$70 millions.

La détérioration marquée des transactions commerciales est due au fait que les importations se sont accrues deux fois plus vite que les exportations. D'une année à l'autre, leur croissance s'est accélérée en valeur de 27 à 30%, en raison de la vive progression de la demande interne, notamment en faveur des biens d'investissement; quant aux exportations, leur développement s'est ralenti de 21 à 16%, par suite de

l'insuffisance des capacités productives des industries exportatrices. Compte tenu des variations saisonnières, les ventes finlandaises à l'étranger se sont maintenues pratiquement au même niveau au cours des différents trimestres de 1970. En revanche, l'augmentation des importations est allée en s'accroissant d'un trimestre à l'autre. En conséquence, la balance commerciale, qui a été en équilibre pendant le premier trimestre, a fait apparaître des déficits croissants au fil des mois. En 1970, on a enregistré une forte augmentation de la valeur unitaire des importations comme des exportations, lesquelles se sont accrues en volume de 20 et 5% respectivement. La valeur des achats de matières premières, de combustibles et de biens d'équipement a progressé d'un tiers environ.

Les recettes nettes au titre des invisibles se sont accrues de \$50 millions, pour atteindre \$125 millions l'an dernier. A la suite d'une vive hausse des frets maritimes, l'excédent net dégagé au titre des transports s'est accru de \$50 millions. Les recettes du tourisme se sont également inscrites en progrès, à concurrence de \$35 millions. En revanche, les versements nets au titre des intérêts et des dividendes se sont développés de \$15 millions l'an dernier.

En 1970, les entrées nettes de capitaux à long terme, qui ont atteint \$80 millions, ont dépassé de \$55 millions celles de l'année précédente. Les prêts étrangers se sont notamment développés à concurrence de \$100 millions, tandis que les sorties nettes résultant de l'octroi de crédits à long terme à l'exportation et d'autres opérations en capital à long terme (y compris les investissements directs) ont doublé, pour atteindre \$110 millions.

Les mouvements de capitaux à court terme, y compris le poste « Erreurs et omissions », qui étaient à peu près en équilibre en 1969, ont dégagé des entrées de \$205 millions en 1970. A l'intérieur de cette rubrique, les crédits commerciaux ont permis d'enregistrer l'an dernier un afflux net de \$230 millions, contre des sorties nettes d'un faible montant en 1969. Etant donné l'endettement croissant à court terme de la Finlande envers l'étranger et la persistance du caractère excessif de la demande interne, les autorités ont, en novembre 1970, sévèrement limité les possibilités d'utilisation de crédits à court terme accordés par des non-résidents et imposé le paiement comptant avant dédouanement des importations afférentes à une série de marchandises représentant le quart environ du total des achats à l'étranger.

*Espagne.* Sous l'effet des diverses mesures restrictives prises par les autorités, tant sur le plan monétaire que budgétaire, par suite de la dégradation sensible de la situation extérieure en 1969, la balance des paiements de l'Espagne (calculée sur la base des règlements) s'est notablement améliorée l'an dernier, tant en ce qui concerne les transactions courantes que les mouvements de capitaux. La balance générale est passée d'un déficit de \$220 millions à un excédent de \$825 millions (compte non tenu de la contrepartie de l'allocation initiale de D.T.S.).

Pour la première fois depuis 1964, les recettes nettes au titre des transactions invisibles, qui ont augmenté de \$565 millions pour s'établir à \$2.175 millions, ont été supérieures au déficit de la balance commerciale. Leur progression a été surtout due à une augmentation de \$345 millions des recettes touristiques nettes, qui ont atteint

\$1.570 millions. Les recettes nettes au titre des transferts (comprenant principalement les envois de fonds des travailleurs émigrés) se sont accrues de \$110 millions, passant ainsi à \$660 millions. Il résulte de ces mouvements que le déficit de près de \$500 millions accusé par les paiements courants en 1969 s'est transformé en un solde actif de \$235 millions.

Le déficit commercial a fléchi de \$165 millions pour s'établir à \$1.940 millions. Après avoir marqué une augmentation de 21% en 1969, les exportations ont continué à se développer au même rythme l'année suivante, tandis que la cadence des achats à l'étranger est tombée à 6%; ce ralentissement a été dû en partie à l'institution du régime du dépôt préalable à l'importation. Sur la base des statistiques douanières, les catégories de produits importés dont l'expansion a le plus nettement fléchi ont été celles des produits semi-ouvrés et des matières premières, tandis que les achats de biens d'équipement se sont accrues un peu moins rapidement seulement qu'en 1969 et que les importations de combustibles ont progressé de 19%. En ce qui concerne les exportations, les produits agricoles et alimentaires ont enregistré une progression de 32%, contre 8% seulement en 1969, les ventes de produits non alimentaires revenant de 26 à 22%. Les exportations du premier trimestre de 1971 ont dépassé de près de 30% le niveau atteint un an auparavant, tandis que les importations n'ont marqué qu'une hausse de 2%. De ce fait, le déficit désaisonnalisé de la balance commerciale, sur la base des statistiques douanières, s'est contracté de \$620 millions pour la période janvier-mars 1970, revenant à \$485 millions.

Le solde des mouvements de capitaux à long terme s'est amélioré de \$135 millions, pour s'élever à \$565 millions, grâce à des entrées plus importantes de fonds privés. En particulier, les recettes nettes provenant des avances et crédits accordés par des non-résidents ont augmenté de \$180 millions et celles des investissements immobiliers des étrangers en Espagne de \$35 millions. En revanche, un renversement de \$55 millions s'est produit dans les mouvements de capitaux du secteur public, qui se sont soldés en 1970 par \$25 millions de remboursements.

En ce qui concerne les mouvements de capitaux à court terme, des sorties nettes d'un montant de \$155 millions enregistrées en 1969 ont fait place, l'an dernier, à \$25 millions d'entrées nettes, qui s'expliquent par le resserrement marqué de la liquidité interne et par la hausse des taux d'intérêt espagnols qui en est résultée.

### **Politique commerciale.**

La clause de la nation la plus favorisée et les principes de réciprocité constituaient les deux fondements de l'Accord Général sur les Tarifs douaniers et le Commerce (G.A.T.T.). Ils ont toutefois cédé du terrain, ces dernières années, devant la tendance croissante à la régionalisation des échanges commerciaux et à la mise en œuvre d'un système de préférences en faveur des pays en voie de développement.

*Libéralisation des échanges au sein du G.A.T.T.* La conclusion des Négociations Kennedy en mai 1967 a constitué le point culminant des efforts déployés depuis la fin de la guerre pour réaliser une libéralisation du commerce à l'échelle mondiale.

Près de cinquante pays ont pris part à ces négociations, et trente-sept d'entre eux se sont engagés à accorder des réductions tarifaires sur les produits manufacturés, réductions qu'il a été convenu de répartir sur cinq ans par tranches annuelles de 20%. Au 1er janvier 1971, par conséquent, le programme de désarmement douanier avait été exécuté aux quatre cinquièmes. Entre-temps, la conclusion de l'accord séparé concernant les produits chimiques, qui aurait dû entrer en vigueur au début de 1969, a été reportée au 1er janvier 1972, le Congrès des Etats-Unis s'étant refusé jusqu'à présent à abolir le système de l'«American Selling Price» qui s'applique à certains produits chimiques — principalement aux colorants. Conformément à une décision prise par le Conseil du G.A.T.T. au début de 1971, il doit être procédé à une étude comparative des structures des tarifs douaniers résultant de la mise en application des concessions prévues par les Négociations Kennedy.

Au début de l'année 1971, soixante-dix-huit pays étaient parties contractantes de plein exercice au G.A.T.T., un pays — la Tunisie — était au régime de l'accession provisoire et quatorze pays qui avaient appliqué les règles du G.A.T.T., alors qu'ils étaient encore des territoires dépendants, ont continué de facto dans cette voie après leur accession à l'indépendance, en attendant d'avoir définitivement arrêté leur politique commerciale. La Pologne est devenue membre en 1967, la Hongrie et la Roumanie ont présenté leur candidature respectivement en 1968 et 1969.

Au cours des deux dernières années, le Secrétariat du G.A.T.T. a établi une documentation visant à entreprendre une action contre les obstacles non tarifaires. Il a analysé quelque huit cents mesures de caractère technique ou administratif que les parties contractantes lui ont notifiées et qui constituent, directement ou non, des entraves au commerce international. A la suite d'une décision prise par le Conseil du G.A.T.T. en février 1971, il est prévu que la session annuelle des parties contractantes, qui aura lieu en novembre prochain, portera sur l'examen des problèmes concernant le calcul de la valeur en douane, les contingents et l'application de normes industrielles aux produits importés. Entre-temps, le problème des obstacles non tarifaires a également été abordé au sein de la C.E.E. et de l'A.E.L.E., qui ont établi des normes communes pour certains produits industriels.

*Communauté Economique Européenne.* Le 1er janvier 1970, la C.E.E. est entrée dans sa phase définitive. A cette date, tous les droits de douane et contingentements, ainsi que les mesures équivalant à des restrictions quantitatives, avaient été supprimés entre les pays membres. Il avait été mis fin également aux pratiques restrictives suivies en matière de fournitures destinées aux Etats ou autres collectivités publiques. Le tarif extérieur commun avait été mis en place et les contingentements étaient presque complètement supprimés à l'égard de la plupart des pays à économie de marché. Les positions tarifaires encore soumises à des restrictions quantitatives correspondent principalement à des produits manufacturés importés d'Asie, notamment les textiles, dont l'importation est réglementée par des accords signés avec l'Inde et le Pakistan en 1968 et avec le Japon en 1969.

A la conférence tenue à La Haye début décembre 1969, les représentants des Six avaient réaffirmé leur accord de principe sur un élargissement de la Communauté, en application de l'article 237 du Traité de Rome. Le 30 juin 1970, des négociations

se sont ouvertes officiellement entre la C.E.E. et les quatre pays sollicitant leur adhésion, à savoir le Danemark, l'Irlande, la Norvège et le Royaume-Uni. Il avait été convenu également que les pays de l'A.E.L.E. n'ayant pas posé leur candidature pourraient, sur leur demande, entamer des discussions avec la C.E.E. en vue de trouver un modus vivendi. Des conversations exploratoires ont débuté en décembre 1970 avec la Suède et la Suisse et en janvier 1971 avec l'Autriche, la Finlande, l'Islande et le Portugal. A la fin de mai 1971, des progrès notables avaient été réalisés dans les négociations avec le Royaume-Uni.

Le Traité de Rome avait prévu une association entre la Communauté et les territoires dépendant de ses pays membres. Après l'accession de ces territoires à l'indépendance, la Convention de Yaoundé, signée en 1963 entre la C.E.E. et dix-huit Etats africains, y compris Madagascar, a fixé d'un commun accord la forme qu'il convenait de donner à cette association. Cette convention a été renouvelée en 1969, et le nouvel accord est entré en vigueur le 1er janvier 1971 pour une période de cinq ans. A la même date est également entré en vigueur un accord d'association conclu en 1969 avec trois autres Etats africains, le Kenya, la Tanzanie et l'Ouganda (Convention d'Arusha).

La Convention de Yaoundé et celle d'Arusha se ressemblent assez en ce qui concerne les tarifs douaniers et les restrictions quantitatives. Elles prévoient l'importation en franchise, dans les pays de la C.E.E., de produits industriels et de produits agricoles non concurrentiels; quant aux produits agricoles et aux produits agricoles transformés qui sont identiques ou font concurrence aux biens produits dans la C.E.E., ils bénéficient, à l'importation, d'un régime plus favorable que les mêmes produits originaires des pays tiers. En témoignage de bonne volonté à l'égard des pays non associés, les droits de la C.E.E. sur certains produits tropicaux, en particulier sur le cacao, le café et l'huile de palme, ont été suspendus. Tous les pays associés accordent des préférences inverses sur les produits originaires de la C.E.E., encore que l'étendue de ces préférences varie selon les pays. Les pays associés sont autorisés à conserver ou à rétablir des droits de douane et des restrictions quantitatives, et même à suspendre les importations si les nécessités du développement justifient de telles mesures. Les deux Conventions se proposent de favoriser la coopération à l'échelle régionale entre les pays associés. La Convention de Yaoundé a relevé le montant de l'aide financière accordée aux pays africains associés à la C.E.E., tandis que celle d'Arusha ne prévoit aucune aide de cette espèce.

La C.E.E. a également conclu des accords d'association et des accords préférentiels avec des pays méditerranéens. Ses accords d'association avec la Grèce et la Turquie sont en vigueur respectivement depuis 1962 et 1964. Si les négociations avec la Grèce ont fait peu de progrès ces dernières années, la Turquie est passée de la phase préparatoire à celle de transition au début de 1971.

A la fin de 1969, des accords d'association avec le Maroc et la Tunisie sont entrés en vigueur et un autre a été conclu avec Malte. La durée de ces trois arrangements est de cinq ans. Des accords préférentiels réciproques ont été conclus avec Israël et l'Espagne, respectivement pour cinq et six ans, et sont entrés en application en octobre 1970. Au début de 1971, des négociations se sont déroulées avec le Liban et la République Arabe Unie en vue de la conclusion d'arrangements similaires.

*Préférences accordées aux pays en voie de développement.* La clause de la nation la plus favorisée et les principes de réciprocité ont subi d'importantes dérogations lors de la seconde Conférence des Nations Unies sur le Commerce et le Développement (C.N.U.C.E.D.), qui s'est tenue à la Nouvelle Delhi en 1968. Pour aider les pays en voie de développement à accroître leurs recettes d'exportation et à accélérer leur croissance économique, la Conférence a adopté une résolution recommandant l'institution, dès que possible, d'un système mutuellement acceptable de préférences généralisées s'étendant à tous ces pays, sans que ceux-ci aient à accorder, à titre de réciprocité, des concessions en matière commerciale. Elle a également mis sur pied un organisme consultatif, le Comité spécial des préférences.

En octobre 1970, des négociations menées au sein du Comité spécial des préférences ont abouti à la conclusion d'arrangements entre dix-huit pays industriels et quatre-vingt-onze pays en voie de développement. Bien que les pays industriels aient en principe accepté d'accorder tous les mêmes concessions ou des concessions équivalentes, il s'est révélé impossible de concevoir un système uniforme de préférences; aussi est-il envisagé de mettre en œuvre des systèmes individuels, reposant toutefois sur une base commune. Les préférences en question s'appliqueront principalement aux produits manufacturés et semi-ouvrés, et seront accordées sur une base temporaire, pour une période initiale de dix ans. Les pays en voie de développement tels que ceux qui sont parties à la Convention de Yaoundé ou membres du Commonwealth conserveront leurs relations particulières, auxquelles l'application de préférences généralisées ne portera pas préjudice. Les exigences formulées par les pays industriels portent sur des mesures fixant le pays d'origine des produits importés et l'établissement de mécanismes de sauvegarde. Ces derniers diffèrent selon les pays. Par exemple, si la Communauté Economique Européenne autorise l'entrée en franchise pour tous les produits manufacturés et semi-ouvrés, elle leur impose des limitations quantitatives sous forme de contingents. Les Etats-Unis autorisent aussi l'entrée en franchise de ces produits et, en outre, de certaines catégories de matières premières et de produits agricoles transformés, sauf toutefois d'importantes exceptions portant sur un certain nombre de positions douanières (textiles, chaussures, produits pétrochimiques et pétroliers). De plus, les Etats-Unis n'accordent généralement pas de concessions aux pays en voie de développement qui octroient des préférences «inverses» à la C.E.E., à moins que ces pays ne s'engagent à supprimer progressivement ces préférences. Enfin, des clauses de sauvegarde sont prévues pour les cas où les importations atteindraient un niveau auquel elles constitueraient, de l'avis des autorités, une menace pour l'industrie nationale.

Les divers systèmes, comprenant des mesures supplémentaires en faveur des pays en voie de développement les plus pauvres, devraient entrer en vigueur en 1971, dès que les gouvernements des pays en cause auront obtenu l'approbation de leur parlement sur les préférences qu'ils doivent accorder. La seule décision prise jusqu'à présent est celle du Conseil des Ministres de la C.E.E., qui a annoncé en mars que sa liste de préférences entrerait en application à partir du 1er juillet. Au début d'avril, le gouvernement suisse a soumis au parlement son rapport proposant qu'une première réduction tarifaire de 30% sur les produits industriels entre en vigueur à la fin de 1971, et que les autres droits de douane sur ces produits soient supprimés deux ans plus

tard. En avril également, le gouvernement suédois a présenté un projet de loi prévoyant l'importation en franchise de la plupart des produits industriels et d'un certain nombre de denrées alimentaires.

En mai 1971, le Conseil du G.A.T.T. a décidé d'accorder une dérogation pour une période de dix ans, conformément à l'article XXV des ses statuts, en vertu de laquelle tous les pays industriels qui octroieront des préférences généralisées seront exemptés de l'obligation d'appliquer la clause de la nation la plus favorisée. Cette dérogation entrera en vigueur quand elle aura reçu l'approbation de plus de la moitié des parties contractantes.

*Politique des Etats-Unis.* L'objectif assigné par le « Trade Expansion Act » de 1962 ayant été atteint avec l'achèvement des Négociations Kennedy en mai 1967, un nouveau projet de loi sur le commerce a été présenté au Congrès en novembre 1969. Ce texte visait à poursuivre le mouvement de libéralisation des échanges, mais il n'avait pas une portée aussi vaste que son prédécesseur. Plus précisément, il devait conférer au Président des Etats-Unis le pouvoir de procéder à des réductions de droits de douane, dans une mesure limitée toutefois. Il devait d'autre part abroger le système de l'« American Selling Price », élargir les moyens d'action à l'égard des pays qui menacent inévitavelmente les produits américains, et conférer de nouveaux pouvoirs permettant de prendre des dispositions à l'encontre des pays qui, en subventionnant leurs exportations, mettent les exportations américaines en position d'infériorité sur les marchés des pays tiers. Au cours de l'année 1970, pendant laquelle le Congrès a délibéré sur le nouveau projet, le courant protectionniste, qui s'était renforcé depuis plusieurs années, est devenu si puissant que des amendements de caractère restrictif, comportant notamment l'application de contingents sur les produits textiles et les chaussures, ont été apportés au texte du projet (appelé projet Mills) qui a été adopté par la Chambre des Représentants. Toutefois, étant donné que le Sénat n'a pas eu le temps de le voter avant la fin du 91ème Congrès, il n'est jamais entré en vigueur, mais le Représentant Mills a de nouveau déposé son projet à l'ouverture du 92ème Congrès, en janvier 1971.



#### IV. OR, RÉSERVES MONÉTAIRES ET CHANGES.

##### Or: production, marchés et réserves.

La production mondiale d'or (à l'exclusion de celle de l'Union Soviétique, des autres pays d'Europe de l'Est, de la Chine continentale et de la Corée du Nord) s'est élevée en 1970 à 41,4 millions d'onces, contre 40,6 millions d'onces en 1969, et a ainsi légèrement dépassé le précédent chiffre record de 1966. Comme à l'accoutumée, l'accroissement de la production est entièrement imputable à l'Afrique du Sud, dont l'extraction est passée de 31,3 à 32,1 millions d'onces alors que, dans le reste du monde, la production est restée pratiquement inchangée à 9,3 millions d'onces. Le tonnage extrait par le Canada s'est contracté à concurrence de 0,2 million d'onces, pour s'établir à 2,3 millions d'onces, soit la moitié seulement du montant record de 1960.

L'expansion de la production d'or de l'Afrique du Sud est due au volume plus important de minerai traité, la teneur moyenne du minerai extrait ayant peu varié. Par suite de la faiblesse relative du marché privé de l'or jusqu'à la fin de l'année, le prix moyen par once de métal est tombé de \$37,9 en 1969 à \$36,5. Etant donné que

Production mondiale d'or.<sup>1</sup>

Pays	1929	1940	1946	1953	1966	1967	1968	1969	1970
poids, en milliers d'onces de fin									
Afrique du Sud . . .	10.412	14.046	11.927	11.941	30.869	30.535	31.169	31.276	32.146
Canada . . . . .	1.928	5.333	2.849	4.056	3.319	2.986	2.686	2.545	2.338
Etats-Unis . . . . .	2.057	4.863	1.462	1.971	1.803	1.526	1.539	1.717	1.790
Japon . . . . .	335	867	40	258	555	678	614	677	709
Ghana . . . . .	208	886	586	731	684	767	727	707	705
Australie . . . . .	427	1.644	824	1.075	917	805	786	699	615
Philippines . . . .	163	1.121	1	481	454	491	527	539	590
Rhodésie . . . . .	561	826	545	501	550	515	515	515	500
Colombie . . . . .	137	632	437	437	281	258	240	219	200
Mexique . . . . .	655	883	420	483	214	165	177	181	180
Rép. Dém. du Congo	158	562	332	371	160	153	172	177	180
Total . . . . .	17.041	31.663	19.423	22.305	39.806	38.879	39.154	39.252	39.953
Autres pays . . . .	1.299	5.797	2.007	1.955	1.504	1.281	1.416	1.328	1.457
Evaluation de la production mondiale	18.340	37.460	21.430	24.260	41.310	40.160	40.570	40.580	41.410
en millions de dollars E.U.									
Valeur de la production mondiale, sur la base de \$35 l'once de fin (estimations)	640 <sup>2</sup>	1.310	750	850	1.445	1.405	1.420	1.420	1.450

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

les coûts moyens se sont accrus de près de 3%, les bénéfices ont été ramenés de \$14,9 à \$12,9 l'once (compte non tenu des profits retirés de l'extraction d'uranium). Le fait que la marge bénéficiaire moyenne continue de se situer à un niveau élevé s'explique principalement par les résultats obtenus par un certain nombre de très grandes mines récentes. La majorité des mines situées dans les zones d'exploitation plus anciennes, qui ne représentent plus que 10% de la production sud-africaine, ont travaillé à perte.

Calculée au prix de \$35 l'once de fin, la valeur de la production d'or du monde occidental s'est établie en 1970 à \$1.450 millions, soit \$30 millions de plus qu'en 1969. Comme lors des quatre années précédentes, aucune vente d'or n'a été enregistrée de la part des pays communistes. Un montant de \$270 millions a servi à renforcer les encaisses officielles, contre \$105 millions en 1969, tandis que le volume net absorbé par le marché a fléchi de \$1.315 millions à \$1.180 millions.

Le renforcement accru des encaisses officielles en 1970 est principalement la conséquence de l'application de l'accord conclu entre le Fonds Monétaire et l'Afrique du Sud à la fin de 1969. Aux termes de cet accord, l'Afrique du Sud a vendu, au cours de l'année passée, l'équivalent de \$640 millions de métal au Fonds Monétaire. Au total, les ventes officielles d'or par l'Afrique du Sud ont été légèrement supérieures à ce chiffre pour atteindre \$685 millions, étant donné les ventes effectuées également à la Suisse, à concurrence de \$23 millions et les conversions en or de l'équivalent de \$22 millions de tirages sur le Fonds Monétaire de rands sud-africains. Comme les réserves métalliques de l'Afrique du Sud ont diminué de \$450 millions en 1970, on peut en déduire que, sur la production courante de l'Afrique du Sud, \$235 millions d'or ont pris l'an dernier le chemin des encaisses officielles.

Bien que les données complètes sur les transactions en or effectuées par l'Afrique du Sud avec le Fonds Monétaire en 1970 ne soient pas encore disponibles, des ventes substantielles ont, semble-t-il, été effectuées dans le cadre de chacune des trois clauses contenues dans l'accord de 1969. En ce qui concerne la première de ces clauses, aux termes de laquelle l'Afrique du Sud peut vendre au Fonds l'or provenant de la production normale, à concurrence de tout montant requis pour satisfaire ses besoins

#### Estimations des utilisations de l'or.

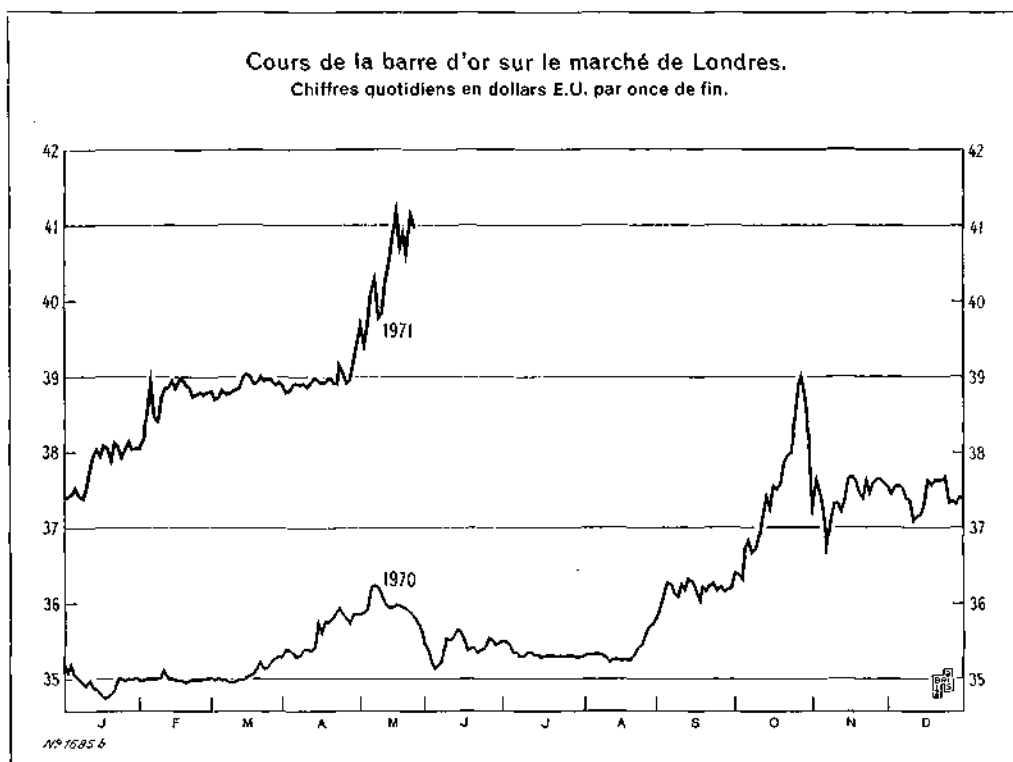
Postes	1968 (avril à décem- bre)	1969	1970				
			Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U.							
Variations des réserves sud-africaines	500	— 130	— 450	— 115	— 60	— 20	— 255
Variations des réserves officielles des pays occidentaux autres que l'Afrique du Sud . . . . .	170	235	720	310	25	35	350
Montant vendu au marché libre* . .	390	1.315	1.180	160	400	355	265
Total (= production d'or) . .	1.060	1.420	1.450	355	365	370	360

\* Chiffres résiduels.

courants en devises si le cours du métal jaune sur le marché libre tombe à un niveau égal ou inférieur à \$35 l'once, les ventes sont intervenues principalement pendant le premier trimestre de l'année et semblent s'être élevées à près de \$200 millions. Au titre de la seconde clause, d'après laquelle l'Afrique du Sud peut vendre, quel que soit le cours du marché libre, l'or nécessaire pour couvrir ses besoins en devises dans la mesure où ceux-ci dépassent, pendant une période de six mois, le montant correspondant au produit de la vente de toute la production courante, les cessions ont été opérées essentiellement pendant le quatrième trimestre de l'année pour un montant total de \$280 millions environ, à la suite d'une nouvelle détérioration de la balance des paiements de l'Afrique du Sud. Les autres ventes au Fonds Monétaire — près de \$165 millions — ont été réalisées dans le cadre de la troisième clause qui prévoit des transferts à cet organisme, à concurrence d'un montant de \$35 millions par trimestre, de l'or détenu par l'Afrique du Sud à la date du 17 mars 1968, déduction faite du métal cédé depuis cette date à des autorités monétaires nationales. Sous cette dernière clause a également été comprise la vente au Fonds Monétaire, proposée à l'origine en mai 1968, de \$35 millions d'or contre livres sterling.

Le fléchissement de \$135 millions de l'absorption nette d'or par le marché par rapport à 1969 reflète probablement pour une grande part le fait qu'au début de 1970, à la suite de la conclusion de l'accord entre l'Afrique du Sud et le F.M.I. et de l'introduction des D.T.S. dans le système monétaire, une certaine fraction de la demande à des fins non monétaires a été satisfaite au moyen d'or prélevé sur les avoirs constitués précédemment à des fins spéculatives. La demande nette de métal de caractère non monétaire a été, semble-t-il, plus faible qu'en 1969, tant sur les marchés européens, particulièrement en France, qu'en Amérique du Sud. En revanche, la demande en provenance du Moyen-Orient et de l'Extrême-Orient, à des fins artistiques ou de thésaurisation s'est accrue l'an dernier, de même que l'absorption de métal par l'industrie américaine.

En ce qui concerne l'évolution des cours sur le marché libre, la montée en flèche des taux d'intérêt sur le marché de l'euro-dollar en 1969, la détérioration de la balance des paiements de l'Afrique du Sud, la ratification du système de D.T.S. et le retour de la confiance sur les marchés des changes à la suite de l'ajustement de la parité du franc français et du deutsche mark, ont fortement pesé sur le cours de l'or, le ramenant de près de \$44 l'once en mai 1969 à environ \$35 à la fin de cette année-là. Les cours se sont ensuite maintenus autour de ce niveau pendant la plus grande partie du premier trimestre de 1970. Le montant net absorbé par le marché au cours de ces trois mois, soit \$160 millions, représente 37% seulement du chiffre noté au second et au troisième trimestre de 1969. Un volume égal à 55% de l'or nouvellement extrait est venu, au premier trimestre de 1970, renforcer les réserves officielles et l'Afrique du Sud a vendu l'équivalent de \$280 millions environ de métal au Fonds Monétaire. Pendant la seconde quinzaine de mars 1970, le prix du marché a de nouveau amorcé un mouvement ascendant, pour atteindre \$36 1/4 pendant la première semaine de mai. L'amenuisement des stocks d'or industriel, la recrudescence de la demande en provenance du Moyen-Orient et de l'Extrême-Orient, le malaise de Wall Street et la détérioration sensible de la balance américaine des paiements sur la base des règlements officiels ont certainement été autant de facteurs à jouer un rôle dans cette reprise, dont la vigueur s'est



reflétée moins dans l'évolution des cours, lesquels sont revenus à près de \$35½ en juin, que dans le volume net des achats sur le marché, qui a atteint \$400 millions pendant le second trimestre.

Après avoir connu une période de calme en été, le marché a commencé à s'animer de nouveau vers la fin août. Les cotations sont montées de \$35¼ au milieu de ce mois à environ \$36¼ début septembre. L'absorption nette de métal sur le marché est restée fort élevée au cours du troisième trimestre, atteignant \$355 millions. Au début du mois d'octobre, par suite des incertitudes soulevées par la mort du Président Nasser et du raffermissement de la demande d'or à usage industriel, émanant des pays d'Europe occidentale et des Etats-Unis, le prix du métal a repris son mouvement ascendant qui s'est semble-t-il, accentué de lui-même. Le 27 octobre, une vague d'achats spéculatifs a hissé le cours au niveau record de près de \$39¼, auquel il n'a pu toutefois se maintenir de sorte que, pendant le reste de l'année, la cote a fluctué autour de \$37½. Le recul aurait été plus prononcé si les nouveaux apports de métal jaune au marché ne s'étaient pas sensiblement ralentis. En novembre et en décembre, l'Afrique du Sud a vendu l'équivalent de quelque \$250 millions d'or au Fonds Monétaire et à la Suisse. Le montant net absorbé par le marché pendant le quatrième trimestre s'est contracté pour s'établir à \$265 millions.

Cependant, à partir de la seconde quinzaine de janvier 1971, le marché a recommencé à faire preuve de fermeté. Les cours sont montés à près de \$39 au milieu de février, et se sont maintenus près de ce niveau jusqu'aux derniers jours d'avril. Les

achats nets pour compte privé semblent avoir été fort importants au cours de cette période, étant donné le volume élevé de métal offert sur le marché par l'Afrique du Sud. En outre, et pour la première fois depuis 1965, on enregistrait une certaine reprise des ventes d'or par l'Union Soviétique. Il est probable que la fermeté de la demande a été due essentiellement aux perspectives d'évolution du prix de l'or en tant que matière première dans le contexte d'un développement croissant de la demande de métal à usage industriel et de l'inflation à l'échelle mondiale. Sous l'influence de la crise monétaire, le cours de l'or a franchi, en mai, le cap des \$41 l'once de fin durant quelques séances, et il se tenait légèrement en dessous de ce niveau à la fin du mois.

Le renforcement de \$270 millions des encaisses métalliques officielles des pays d'Europe occidentale en 1970 leur a permis d'atteindre la contre-valeur de \$41.280 millions, niveau toutefois inférieur de \$2 milliards environ à celui de la fin 1965. Au cours de l'année 1970, les avoirs officiels ont été marqués par deux mouvements de grande envergure et de sens opposé: augmentation de \$2.220 millions des avoirs en or des institutions internationales, qui ont ainsi atteint \$4.100 millions, et fléchissement de \$1.950 millions des encaisses métalliques des banques centrales, dont le montant s'est établi à \$37.180 millions. Ces mouvements traduisent tous deux essentiellement les opérations effectuées par le Fonds Monétaire, dont l'encaisse-or s'est accrue de \$2.030 millions, pour s'établir à \$4.340 millions. Les acquisitions du Fonds Monétaire se sont élevées au total à \$2.940 millions en chiffres bruts. Sur ce montant, \$1.795 millions proviennent des versements en or au titre de la libération des souscriptions, \$640 millions de l'Afrique du Sud et \$400 millions correspondent à des rachats effectués par le Fonds aux Etats-Unis sur les \$800 millions de métal vendu à ce pays de 1956 à 1960 contre effets spéciaux du Trésor américain. En revanche, le Fonds Monétaire a cédé l'équivalent de \$550 millions d'or aux Etats-Unis en vue de compenser les pertes de métal que ce pays avait subies à la suite des versements de libération effectués par d'autres pays membres, et \$370 millions à divers pays membres en vue de reconstituer ses avoirs en leur monnaie. Le reste de l'accroissement des avoirs en or des organismes internationaux en 1970 a été le fait de la B.R.I., dont la position négative au comptant en or a fléchi de \$485 millions à \$285 millions.

Le fléchissement de \$1.950 millions des réserves métalliques des différents pays est attribuable pour près des deux tiers aux Etats-Unis et à l'Afrique du Sud, dont les stocks ont diminué de \$785 millions pour s'établir à \$11.070 millions dans le premier cas, et à concurrence de \$450 millions pour atteindre \$665 millions dans le cas du second. Les Etats-Unis ont vendu l'équivalent de \$630 millions d'or à d'autres pays, qui en ont utilisé la majeure partie pour régler la fraction en or du relèvement de leur quote-part au Fonds Monétaire; les ventes individuelles les plus importantes ont été effectuées au profit de la France avec \$130 millions, du Japon avec \$120 millions, de Taiwan avec \$60 millions et de la Suisse et des Pays-Bas avec \$50 millions dans chaque cas. Les Etats-Unis ont transféré en outre un montant net de \$155 millions au Fonds Monétaire International, au titre de différentes transactions dont les principales ont été la restitution, déjà mentionnée, de l'équivalent de \$400 millions, un versement de \$385 millions en règlement de la fraction or du relèvement de leur quote-part, les achats d'«atténuation» de \$550 millions et un achat de \$100 millions en septembre 1970.

Encaisses-or dans le monde.

Pays ou zones	Variations en			Montants disponibles à fin 1970
	1968	1969	1970	
	en millions de dollars E.U.			
Etats-Unis . . . . .	- 1.175	+ 970	- 785	11.070
Royaume-Uni . . . . .	+ 185	- 5	- 125	1.350
Autres pays d'Europe occidentale . . . . .	- 660	- 740	- 435	19.245
dont:				
Allemagne fédérale . . . . .	+ 310	- 460	- 100	3.980
Belgique . . . . .	+ 45	- 5	- 50	1.470
Danemark . . . . .	+ 10	- 25	- 25	65
Espagne . . . . .	-	-	- 285	500
France . . . . .	- 1.355	- 330	- 15	3.530
Irlande . . . . .	+ 55	- 40	- 25	15
Italie . . . . .	+ 525	+ 35	- 70	2.890
Pays-Bas . . . . .	- 15	+ 25	- 70	1.790
Portugal . . . . .	+ 155	+ 20	+ 25	900
Suède . . . . .	+ 20	-	- 25	200
Suisse . . . . .	- 465	+ 20	+ 90	2.730
Divers . . . . .	+ 55	+ 20	- 25	1.175
Canada . . . . .	- 155	+ 10	- 80	790
Japon . . . . .	+ 20	+ 60	+ 120	535
Amérique latine . . . . .	+ 35	+ 55	- 5	1.085
Moyen-Orient . . . . .	+ 270	- 35	- 85	970
Autres pays d'Asie . . . . .	+ 40	- 20	- 30	705
Afrique . . . . .	+ 740	- 90	- 470	1.065
dont:				
Afrique du Sud . . . . .	+ 660	- 130	- 450	665
Australie . . . . .	+ 25	+ 5	- 25	240
Autres pays . . . . .	+ 105	- 15	- 30	125
Total, tous pays . . . . .	- 570	+ 195	- 1.950	37.180
Organismes internationaux . . . . .	- 130	- 90	+ 2.220	4.100
dont:				
B.R.I. . . . .	+ 275	- 130	+ 200	- 285
Fonds Européen . . . . .	- 10	+ 20	- 10	45
F.M.I. . . . .	- 395	+ 20	+ 2.030	4.340
Total général . . . . .	- 700	+ 105	+ 270	41.280

Les réserves d'or des pays d'Europe occidentale ont marqué un recul de \$560 millions. Mis à part l'Espagne, dont l'encaisse officielle a diminué de \$285 millions corrélativement à une progression de \$905 millions du montant global des réserves, le recul a été assez uniformément réparti et a eu sa source principale dans le règlement de la fraction or des quotes-parts versées au Fonds Monétaire. Cela a notamment été le cas en ce qui concerne la diminution de \$125 millions et \$100 millions subie respectivement par les réserves métalliques du Royaume-Uni et de l'Allemagne fédérale, diminution qui contraste avec le renforcement spectaculaire de la position globale des réserves officielles de ces deux pays. La Suisse et les Pays-Bas, en revanche, ont accru leurs avoirs en or à concurrence de \$90 millions et \$70 millions respectivement, dont \$50 millions provenaient, dans chaque cas, d'achats effectués auprès du Trésor des Etats-Unis. Ces apports n'ont cependant pas suffi à empêcher une nouvelle et forte réduction de la part de l'or dans les réserves officielles de ces deux pays.

En dehors de l'Europe, seul le Japon, avec une augmentation de \$120 millions, a enregistré une progression sensible des réserves officielles de métal. Ailleurs, le stock d'or a accusé un fléchissement. On a déjà évoqué le recul de \$450 millions de l'encaisse-or de l'Afrique du Sud. Il y a lieu d'y ajouter celui des avoirs du Canada (-\$80 millions), du Moyen-Orient (-\$85 millions), des « Autres pays d'Asie » (-\$30 millions), de l'Australie, (-\$25 millions), et des « Autres pays » (-\$30 millions).

Tout porte à croire que le montant total de l'encaisse-or dans le monde n'a guère varié au cours du premier trimestre de 1971. Les avoirs en or des organismes internationaux se sont accrus à raison de \$275 millions, tandis que les réserves des banques centrales se sont contractées à peu près d'un même montant. Le stock d'or des Etats-Unis a fléchi de \$110 millions, du fait principalement des ventes aux Pays-Bas et à la Suisse, dont les encaisses se sont développées à concurrence respectivement de \$25 millions et \$75 millions. Les avoirs en or du F.M.I. se sont accrus de \$65 millions, dont la moitié a sa source dans les ventes sud-africaines, tandis que la position négative au comptant de la B.R.I. a encore diminué, à raison de \$210 millions.

#### **Mouvements monétaires.**

*Etats-Unis.* En 1970, et pour la deuxième année de suite, l'influence individuelle la plus marquée sur la balance des mouvements monétaires des Etats-Unis avec l'étranger a été exercée par les variations des engagements des banques commerciales américaines envers leurs succursales à l'étranger. A la suite de l'assouplissement de la politique monétaire américaine, ces engagements ont fléchi de \$5,1 milliards en cours d'année et ont constitué la cause principale de la réduction de \$6,2 milliards des exigibilités envers les particuliers non-résidents. En conséquence, bien que le déficit de la balance des paiements sur la base des liquidités ait fortement rétrogradé, d'une année à l'autre, de \$7 milliards à \$4,7 milliards, en excluant l'allocation initiale de D.T.S., et à \$3,9 milliards en la comprenant, la balance établie en termes de règlements officiels s'est soldée par un déficit record de \$9,8 milliards (ou de \$10,7 milliards sans l'allocation de D.T.S.).

Le déficit enregistré l'année dernière sur la base des règlements entre autorités monétaires a été financé, pour l'essentiel, par un accroissement de \$7,3 milliards des engagements des Etats-Unis envers des organismes officiels étrangers. Les engagements officiels liquides ont augmenté de \$7,6 milliards, tandis que les engagements non liquides se sont encore inscrits en baisse légère, à raison de \$0,3 milliard. Ce dernier chiffre recouvre notamment une régression de \$0,8 milliard des engagements à long terme — principalement sous forme de certificats de dépôt — des banques commerciales américaines envers les détenteurs officiels étrangers, ainsi qu'un fléchissement de \$0,5 milliard du portefeuille de la Deutsche Bundesbank en valeurs non liquides du gouvernement américain libellées en deutsche marks. En revanche, le renforcement prononcé des réserves monétaires du Canada, l'an dernier, a conduit à un accroissement de \$1,2 milliard des avoirs canadiens en titres non liquides et non négociables du gouvernement américain.

Compte tenu de l'allocation initiale de D.T.S., les réserves monétaires des Etats-Unis ont fléchi de \$2,5 milliards en 1970. Si toutes les composantes, à l'exception des D.T.S., se sont inscrites en baisse en 1970, le recul global a été principalement imputable à la réduction de \$2,1 milliards des avoirs officiels en devises, consécutive aux remboursements de l'aide financière accordée précédemment au Royaume-Uni et à la France. Les avoirs en livres sterling ont marqué une baisse de \$1,8 milliard en cours d'année, tandis que ceux en francs français se sont infléchis de \$0,2 milliard. L'encaisse-or des Etats-Unis, qui s'était renforcée à concurrence de près de \$1 milliard en 1969, a diminué de \$0,8 milliard l'année dernière (voir page 155), et cela presque entièrement pendant le deuxième semestre de l'année. En dépit du relèvement des quotes-parts, la position des Etats-Unis à l'égard du F.M.I. à l'intérieur de la tranche-or a fléchi de \$0,4 milliard en 1970. La nouvelle souscription en or a été plus que compensée par les répercussions des ventes nettes d'or et de D.T.S. au Fonds contre dollars (pour un montant total de \$0,4 milliard), des rachats nets de monnaie nationale contre dollars par les autres membres du Fonds (\$0,2 milliard), et par un tirage effectué par les Etats-Unis sur le Fonds Monétaire (\$0,1 milliard).

Etats-Unis: Mouvements monétaires avec l'étranger.

Postes	1969	Année entière	1970				1971
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	1er trimestre
			en millions de dollars E. U. (+ = accroissement des avoirs, diminution des engagements)				
Réserves . . . . .	+ 1.190	- 2.475	+ 385	- 1.020	- 800	- 1.040	- 145
dont:							
Or . . . . .	+ 970	- 785	+ 45	- 15	- 395	- 420	- 110
Avoirs en devises . . . . .	- 815*	- 2.150	- 830	- 815	- 35	- 470	- 375
Allocations de D.T.S. . . . .	-	+ 865	+ 865	-	-	-	+ 720
Transferts de D.T.S. . . . .	-	- 15	+ 55	+ 35	+ 35	- 140	- 125
Tranche-or au F. M. I. . . . .	+ 1.035	- 390	+ 250	- 225	- 405	- 10	- 255
Engagements envers des organismes officiels étrangers . . . . .	+ 1.510	- 7.345	- 2.355	- 1.050	- 1.810	- 2.130	- 4.540
dont:							
Engagements liquides . . . . .	+ 515	- 7.615	- 2.765	- 540	- 2.050	- 2.260	- 4.755
Engagements non liquides . . . . .	+ 995	+ 270	+ 410	- 510	+ 240	+ 130	+ 215
Balance sur la base des transactions entre autorités monétaires . . . . .	+ 2.700	- 9.820	- 1.970	- 2.070	- 2.610	- 3.170	- 4.685
moins							
Engagements non liquides envers des autorités monétaires étran- gères . . . . .	+ 995	+ 270	+ 410	- 510	+ 240	+ 130	+ 215
Variation globale de la position liquide des autorités monétaires . . . . .	+ 1.705	- 10.090	- 2.380	- 1.560	- 2.850	- 3.300	- 4.900
plus							
Engagements envers des particuliers non-résidents . . . . .	- 8.715	+ 6.240	+ 1.690	+ 130	+ 1.210	+ 3.210	+ 2.470
Balance calculée sur la base des liquidités, y compris les allocations de D.T.S. . . . .	- 7.010	- 3.850	- 690	- 1.430	- 1.640	- 90	- 2.430
Balance calculée sur la base des liquidités, à l'exclusion des alloca- tions de D.T.S. . . . .	- 7.010	- 4.715	- 1.555	- 1.430	- 1.640	- 90	- 3.150

\* Le fléchissement accusé en 1969 par les avoirs officiels en devises des Etats-Unis, qui apparaît dans le tableau ci-dessus, est supérieur de \$65 millions à celui qui figure dans le tableau de la page 17. La différence s'explique par le fait que ce fléchissement ne fait pas état de l'incidence de la réévaluation du deutsche mark sur ce poste.



Le déficit sur la base des règlements entre autorités monétaires s'est régulièrement élargi au fil des mois en 1970, pour atteindre le chiffre considérable de \$3,2 milliards pendant le dernier trimestre. Ce mouvement s'est poursuivi au premier trimestre de 1971 avec une nouvelle détérioration, qui a porté le solde passif à \$4,7 milliards ou \$5,4 milliards si l'on exclut la seconde allocation de D.T.S. Une fraction importante de ce déficit s'explique par un nouveau fléchissement de \$2,5 milliards des engagements liquides envers les non-résidents autres que des organismes officiels. Les engagements des banques américaines envers leurs succursales à l'étranger ont diminué de \$4,6 milliards, soit presque autant que pour l'ensemble de l'année 1970, mais ce recul a été partiellement compensé par les acquisitions, par ces mêmes succursales, de \$1,5 milliard d'effets spéciaux à trois mois qui leur ont été offerts à la souscription par l'Export-Import Bank. Le financement du déficit a continué d'être surtout assuré par l'accroissement de \$4,5 milliards des engagements envers les organismes officiels étrangers.

*Royaume-Uni.* Le fait saillant de la période sous revue, en ce qui concerne les mouvements monétaires au Royaume-Uni, a été la nouvelle et très importante amélioration de la position nette des réserves, calculée d'après les variations des éléments d'actif des réserves officielles et de l'endettement extérieur à court et à moyen terme des autorités. Pendant la période de quinze mois qui s'est achevée fin mars 1971, les opérations de financement officiel du Royaume-Uni ont dégagé un surplus de \$6,1 milliards, compte tenu des deux premières allocations de D.T.S. L'endettement extérieur a été réduit de \$4,7 milliards, chiffre comprenant le remboursement de la totalité des \$3,7 milliards restant dus fin 1969 aux banques centrales étrangères au titre de l'aide financière, et une réduction de \$1 milliard de l'endettement à l'égard du Fonds Monétaire International. En même temps, les réserves officielles se sont renforcées de \$790 millions, compte tenu des allocations de D.T.S. de 1970 et de 1971, dont le total s'est élevé à \$710 millions. L'endettement extérieur officiel du Royaume-Uni à court et à moyen terme, qui avait atteint son maximum avec \$8 milliards à la fin de 1968, a été réduit de \$6,4 milliards pendant les vingt-sept mois suivants, au cours desquels \$5,3 milliards ont été remboursés aux autorités monétaires étrangères et \$1,1 milliard au F.M.I.

Pour l'année 1970, l'excédent des opérations de financement officiel (compte tenu de l'allocation de D.T.S.) s'est élevé à \$3,5 milliards, dont près de 90% ont servi à réduire l'endettement. Si cet excédent a eu pour origine, à concurrence de \$1,5 milliard, le surplus de la balance des paiements, le reliquat, qui s'élève tout juste à \$2 milliards, a reflété essentiellement deux importantes entrées de fonds de caractère monétaire: un renforcement de \$1,1 milliard des balances sterling, autres qu'celles formant la contrepartie de l'aide des banques centrales, et une entrée nette de \$0,7 milliard due à des opérations en devises effectuées par des banques britanniques avec des non-résidents.

Comme en 1969, la progression des balances sterling a été en majeure partie le fait des détenteurs des pays d'outre-mer de la zone, dont les balances se sont accrues de \$835 millions. Sur ce total, les avoirs officiels ont augmenté de \$490 millions. Depuis l'octroi, en septembre 1968, des garanties de change en dollar, les avoirs en livres des pays d'outre-mer de la zone sterling, sous l'influence conjointe d'un

important excédent de paiements, des garanties elles-mêmes et du niveau des taux d'intérêt au Royaume-Uni, ont augmenté de \$1,6 milliard. Ce mouvement s'explique, et au-delà, par une expansion de \$1,7 milliard des avoirs détenus par les autorités monétaires; ceux des détenteurs privés ont continué de fléchir jusqu'à la fin du troisième trimestre de 1969, mais se sont relevés de \$0,3 milliard en 1970. En outre, les balances sterling des pays extérieurs à la zone ont enregistré, en 1970, un renforcement de \$0,2 milliard, presque entièrement attribuable aux détenteurs privés. A la fin de l'année, toutefois, ces balances s'établissaient encore à un niveau bien inférieur à celui d'avant la dévaluation.

**Royaume-Uni: Mouvements monétaires avec l'étranger.**

Postes	1969	Année entière	1er trimestre	1970 2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	1971 1er trimestre
	en millions de dollars E.U. (+ = augmentation des avoirs, diminution des engagements)						
<b>Financement officiel</b>							
Réserves en or et en devises . . . . .	+ 105	+ 35	- 120	+ 100	- 110	+ 165	+ 275
Allocations de D. T. S. . . . .	—	+ 410	+ 410	—	—	—	+ 300
Transferts de D. T. S. . . . .	—	- 145	- 105	- 20	- 15	- 5	- 65
Contrepartie de la sous- cription en or au F.M.I. . . . .	—	+ 90	—	—	—	+ 90	—
Transactions nettes (paiements = +, recettes = -) avec:							
Autorités monétaires étrangères . . . . .	+ 1.605	+ 2.785	+ 2.175	+ 445	- 380	+ 545	+ 1.455
F.M.I. . . . .	+ 75	+ 320	+ 250	+ 20	+ 15	+ 35	+ 690
<b>Total . . . . .</b>	<b>+ 1.785</b>	<b>+ 3.495</b>	<b>+ 2.610</b>	<b>+ 545</b>	<b>- 490</b>	<b>+ 830</b>	<b>+ 2.635</b>
<b>Autres mouvements monétaires</b>							
Balances sterling (chiffres bruts) . . . . .	- 655	- 1.090	- 700	- 375	+ 15	- 30	.
de détenteurs résidant dans la zone sterling . . . . .	- 605	- 835	- 465	- 420	- 65	+ 115	.
de détenteurs ne résidant pas dans la zone sterling détenues par des organis- mes internationaux <sup>1</sup> . . . . .	+ 120	- 235	- 240	+ 40	+ 75	- 110	.
Créances en livres des banques britanniques <sup>2</sup> . . . . .	- 170	- 20	+ 5	+ 5	+ 5	- 35	.
Opérations en devises des banques britanniques (en chiffres nets) <sup>3</sup> . . . . .	+ 120	- 155	- 125	+ 100	- 55	- 75	.
<b>Total . . . . .</b>	<b>- 270</b>	<b>- 1.975</b>	<b>- 1.085</b>	<b>- 490</b>	<b>+ 155</b>	<b>- 555</b>	<b>.</b>
<b>Balance générale . . . . .</b>	<b>+ 1.515</b>	<b>+ 1.520</b>	<b>+ 1.525</b>	<b>+ 55</b>	<b>- 335</b>	<b>+ 275</b>	<b>.</b>
<b>Balance générale, à l'exclusion des allocations de D. T. S. . . . .</b>	<b>+ 1.515</b>	<b>+ 1.110</b>	<b>+ 1.115</b>	<b>+ 55</b>	<b>- 335</b>	<b>+ 275</b>	<b>.</b>

<sup>1</sup> Non compris les engagements en livres à l'égard du F.M.I. représentant la contrepartie des tirages, rachats et souscriptions.

<sup>2</sup> Non compris les crédits à l'exportation.

<sup>3</sup> Non compris les crédits commerciaux et les emprunts en euro-dollars contractés à Londres par des résidents britanniques pour effectuer des investissements à l'étranger; y compris les opérations (en chiffres nets) des banques britanniques en monnaies des pays d'outre-mer de la zone sterling.

L'entrée de \$730 millions résultant des opérations nettes en devises des banques britanniques avec des non-résidents provient des emprunts à court terme en devises contractés auprès de ces banques par des entreprises britanniques, pour utilisation à des fins intérieures. L'évolution de ces emprunts a été influencée par le plafonnement des encours bancaires en livres sterling et aussi, surtout au dernier trimestre de l'année, par des considérations de coût relatif du crédit.

La balance des opérations de financement officiel a enregistré des fluctuations très amples au cours de l'année, passant d'un excédent de \$2,2 milliards (allocation initiale de D.T.S. non comprise) au premier trimestre, à un déficit de \$0,5 milliard au troisième, puis revenant à un excédent de \$0,8 milliard pendant le dernier trimestre. S'il apparaît clairement que ces fluctuations ont été liées aux variations de la balance générale des paiements, elles ont été amplifiées par les oscillations intervenues dans les mouvements de fonds monétaires non officiels.

C'est ainsi que l'excédent très important des opérations de financement officiel du premier trimestre a comporté \$1,1 milliard d'entrées nettes de caractère monétaire, résultant surtout d'une progression de \$0,7 milliard des balances sterling due, à raison de \$0,5 milliard, au renforcement saisonnier de la balance des paiements de la zone sterling, et de \$0,2 milliard à l'accroissement des avoirs des pays extérieurs à la zone, par suite du retour de la confiance dans la livre. Au second trimestre, l'excédent de la balance générale des paiements a presque disparu, et le surplus net des mouvements de capitaux officiels a été surtout imputable au renforcement constant et prononcé des avoirs en livres des pays de la zone sterling. Au troisième trimestre, l'apparition d'un déficit général des paiements s'étant accompagnée d'un changement de sens des mouvements monétaires non officiels, avec \$0,2 milliard de sorties nettes, le solde des opérations de financement officiel a été déficitaire à raison de \$0,5 milliard. Ce déficit a été couvert en majeure partie par un tirage de \$400 millions sur la facilité de swap auprès de la Réserve Fédérale. L'apparition de sorties nettes d'un faible montant au titre des mouvements monétaires non officiels s'explique en partie par un fléchissement saisonnier de l'accumulation de livres par la zone sterling, et en partie par un mouvement de défiance — dont l'effet s'est traduit par une contraction des avoirs en livres des pays extérieurs à la zone, ainsi que par des sorties nettes de devises par le canal des banques. Au quatrième trimestre, la réapparition d'un important excédent des opérations de financement officiel a été due en majeure partie aux entrées nettes de \$450 millions qui sont venues renforcer la position extérieure en devises des banques, mouvement dont les raisons ont déjà été indiquées.

Au premier trimestre de 1971, les opérations de financement officiel ont dégagé un excédent de \$2,6 milliards, sur lequel un montant de \$0,3 milliard provenait de la deuxième allocation de D.T.S. Le niveau élevé des taux d'intérêt, et, d'une façon plus générale, la pénurie de liquidités dans le secteur des entreprises ont donné lieu à d'importantes entrées de fonds à court terme. S'il est probable que ce mouvement se traduira en grande partie dans la balance des paiements par un solde positif élevé du poste « Erreurs et omissions », il ne fait guère de doute que les balances sterling ont à nouveau fortement progressé et que le mouvement de conversion de devises en livres sterling par l'intermédiaire des banques s'est poursuivi.

*France.* De même qu'au Royaume-Uni, le trait principal des mouvements monétaires avec l'étranger a été, en France, l'amélioration très prononcée de la situation nette des réserves, qui se sont accrues de \$2,5 milliards (compte tenu des deux premières allocations de D.T.S.) pendant les quinze mois se terminant fin mars 1971. Les réserves monétaires autres que les D.T.S. ont marqué une progression de \$1,3 milliard qui s'est traduite en totalité par un renforcement des avoirs en devises; en outre, les engagements officiels ont fléchi de \$0,8 milliard du fait notamment du remboursement, en avril 1970, du solde de \$1,1 milliard restant à rembourser à la fin de 1969 sur l'aide accordée par les banques centrales étrangères. Cette opération a été financée en partie par un tirage de \$0,5 milliard sur le Fonds Monétaire en février 1970. En septembre 1970 et en mai 1971, la France a toutefois procédé au rachat de monnaie nationale à concurrence de \$0,2 milliard et \$0,4 milliard respectivement, la dernière de ces opérations ayant été réglée principalement avec de l'or acquis auprès du Trésor des Etats-Unis.

Les divers facteurs responsables du renforcement de la situation nette des réserves publiques de change ont accusé, au cours de l'année 1970, des variations très prononcées. Pendant le premier trimestre, les gains de réserves monétaires ont eu leur origine pour la plupart dans l'amélioration de la balance des paiements. On a également noté certaines entrées nettes de capitaux par l'intermédiaire des banques, correspondant pour l'essentiel à la reconstitution d'avoirs en francs par des non-résidents. Au deuxième trimestre, lorsque l'excédent de paiement a pratiquement doublé, la position nette des banques s'est brutalement inversée, pour faire apparaître des sorties nettes de \$0,4 milliard. En conséquence, l'excédent des réserves officielles nettes a été moins prononcé qu'au cours du trimestre précédent. Le renforcement de la position des banques envers l'étranger pendant le deuxième trimestre a été fortement influencé par les remboursements en devises dont elles ont bénéficié — à concurrence

France: Mouvements monétaires avec l'étranger.

Postes	1970			1971
	1er trimestre	2ème trimestre	3ème et 4ème trimestres	1er trimestre
en millions de dollars E.U. (+ = accroissement des avoirs, diminution des engagements)				
Avoirs officiels . . . . .	+ 275	+ 350	+ 475	+ 530
Or et devises . . . . .	+ 125	+ 320	+ 505	+ 350
Allocations de D.T.S. . . . .	+ 165	—	—	+ 160
Transferts de D.T.S. . . . .	—	—	+ 5	+ 20
Autres avoirs . . . . .	— 15	+ 30	— 35	—
Engagements officiels . . . . .	+ 420	+ 165	+ 300	— 45
Envers les autorités monétaires étrangères . . . . .	+ 905	+ 165	— 75	— 45
Envers le F.M.I. . . . .	— 485	—	+ 375	—
Position nette des autorités monétaires . . . . .	+ 695	+ 515	+ 775	+ 485
Position nette des banques . . . . .	— 95	+ 355	— 710	— 295
Balance générale, y compris les allocations de D.T.S. . . . .	+ 600	+ 870	+ 65	+ 190
Balance générale, à l'exclusion des allocations de D.T.S. . . . .	+ 435	+ 870	+ 65	+ 30

de \$0,5 milliard – sur les sommes qu'elles avaient déposées sur les livres de la Banque de France depuis le début de 1969. Mis à part ces remboursements, les banques ont enregistré des entrées nettes pendant le deuxième trimestre, portant notamment sur une nouvelle augmentation des avoirs en francs des non-résidents.

Pendant le second semestre de 1970, la situation s'est modifiée très sensiblement et les gains de réserves officielles nettes ont eu presque en totalité leur source dans d'importantes entrées nettes (\$0,7 milliard) au profit des banques. Ces apports résultent pour l'essentiel du fait que les banques ont, pour des considérations de taux d'intérêt, converti en francs les devises qu'elles avaient reçues en dépôt. A noter en outre un accroissement de \$0,3 milliard des avoirs en francs de non-résidents pendant le dernier trimestre de l'année, au cours duquel le montant global des entrées de devises des banques a été en fait, avec \$0,4 milliard, supérieur à l'excédent officiel net, la balance des paiements s'étant à nouveau soldée par un léger déficit.

Au premier trimestre de 1971, la balance générale a été légèrement excédentaire. Toutefois, en raison d'une nouvelle entrée nette de \$0,3 milliard par l'intermédiaire des banques et de la deuxième allocation de D.T.S., les avoirs officiels nets se sont accrus de \$0,5 milliard.

*Allemagne fédérale.* Par suite d'entrées de capitaux à court terme de diverses catégories, la position de réserve nette de l'Allemagne fédérale (à l'exclusion de l'allocation initiale de D.T.S.) s'est renforcée de \$6 milliards en 1970; le mouvement de contraction qui s'était produit pendant les mois qui suivirent immédiatement la réévaluation s'est ainsi complètement renversé, et le terrain perdu a été largement regagné. A la fin de l'année dernière, le total net des avoirs monétaires officiels de la Bundesbank, y compris l'allocation de D.T.S., était passé à \$13,5 milliards, en progrès de \$1,3 milliard sur le chiffre de fin septembre 1969. Le mouvement ascendant s'est poursuivi pendant les premiers mois de 1971 et, à la date du 5 mai, où le marché allemand des changes a été fermé temporairement, près de \$5 milliards s'étaient ajoutés aux réserves de change depuis fin 1970.

La progression enregistrée en 1970 par les avoirs monétaires nets des autorités provenait essentiellement de \$4,4 milliards d'entrées nettes de ressources à court terme collectées par le secteur non bancaire et d'un afflux net de \$2,2 milliards qui s'est produit par l'intermédiaire du système bancaire. Ce dernier mouvement a principalement consisté en un accroissement de \$1,8 milliard des engagements nets en deutsche marks des banques à l'égard de non-résidents, comprenant une augmentation de \$1,4 milliard des dépôts en deutsche marks de non-résidents auprès des banques allemandes.

La progression totale des avoirs officiels nets a été un peu inférieure à celle des réserves de change, qui a atteint \$6,3 milliards. La position de l'Allemagne fédérale envers le F.M.I. à l'intérieur de la tranche-or s'est également inscrite en forte hausse en 1970, à concurrence de \$0,6 milliard, le règlement de la fraction or du relèvement de la quote-part au Fonds n'intervenant dans ce total que pour \$0,1 milliard; les avoirs de la Bundesbank en effets non négociables du Trésor des Etats-Unis se sont, en

revanche, contractés de \$0,5 milliard. On note aussi, en 1970, une expansion de \$0,4 milliard des engagements monétaires officiels qui ont, pour la plupart, revêtu la forme d'un renforcement des dépôts en deutsche marks des autorités monétaires étrangères auprès de la Bundesbank. Comme il apparaît par ailleurs que, sur l'accroissement des avoirs en deutsche marks de non-résidents dans les banques commerciales allemandes, un montant de quelque \$0,6 milliard a représenté, l'an dernier, des créances officielles, il est possible que le total des deutsche marks détenus pour compte de non-résidents du secteur public se soit accru, en 1970, de l'équivalent de près de \$1 milliard.

Sur l'ensemble des capitaux ayant afflué en Allemagne l'an dernier par le canal des banques, la moitié est entrée pendant le dernier trimestre. A ce mouvement a succédé, au premier trimestre de 1971, une sortie nette de \$1,2 milliard de fonds bancaires, à l'occasion du dénouement des opérations de fin d'année. En conséquence, bien que l'excédent global des paiements ait atteint \$3,5 milliards pour le trimestre (compte tenu de la deuxième allocation de D.T.S.), le montant ajouté aux réserves officielles nettes s'est élevé à \$2,3 milliards. En avril, la position nette des autorités s'est encore améliorée de \$0,9 milliard, portant le total des avoirs officiels nets à \$16,7 milliards, soit \$3,1 milliards au-dessus du niveau de fin 1970. Les réserves de devises ont gagné \$2,9 milliards pendant les quatre premiers mois de 1971, pour atteindre \$10,7 milliards. Leur part dans le total des avoirs monétaires bruts des autorités était alors légèrement supérieure à 60%, alors qu'elle était descendue à un minimum de 21% à la fin de 1969. Avant la fermeture du marché des changes le 5 mai, la Bundesbank avait encore acheté pour \$2 milliards de devises.

*Italie.* Après avoir accusé un important déficit au début de 1970, la balance des paiements de l'Italie a fait apparaître, en fin d'année, un excédent de \$0,4 milliard, compte non tenu de l'allocation initiale de D.T.S. La position extérieure nette des banques étant pratiquement restée sans changement pendant l'année, le surplus des paiements s'est traduit dans sa quasi-totalité par un accroissement des avoirs officiels nets. Toutefois, plus surprenant que l'augmentation même des réserves est le changement intervenu au cours de l'année dans leur composition, étant donné que les autorités italiennes ont eu recours, pour financer les déficits, aux facilités de swap qui leur avaient été consenties par la Réserve Fédérale, aux créances qu'elles avaient accumulées sur le F.M.I. et à leur portefeuille de certificats non négociables du Trésor canadien et du Trésor des Etats-Unis, tandis que les excédents sont allés grossir les réserves de devises.

D'une façon générale, les sept premiers mois de 1970 ont été marqués par un déficit des mouvements monétaires officiels, interrompu en mai par un excédent appréciable résultant des emprunts du secteur public à l'étranger. Si l'on considère cette période de sept mois dans son ensemble, les autorités monétaires ont dû financer un déficit cumulatif de paiements (à l'exclusion de l'allocation de D.T.S.) de \$0,5 milliard, ainsi qu'un accroissement de \$0,2 milliard de la position créditrice nette au comptant en devises des banques — ce dernier chiffre représentant la contrepartie de ventes de litres à terme, de caractère exceptionnel, effectuées par la clientèle des banques

en juin et en juillet, alors que l'horizon politique était très incertain. Le déficit des transactions monétaires officielles a été particulièrement élevé en janvier et en février, où il a atteint \$0,9 milliard. En premier lieu, il a été financé essentiellement au moyen de tirages d'un montant total de \$0,8 milliard sur les facilités de swap auprès de la Réserve Fédérale, qui ont été portées de \$1.000 millions à \$1.250 millions. Dès juillet, ces tirages se trouvaient remboursés, en majeure partie par la mobilisation de diverses créances de l'Italie sur le F.M.I., pour un total de \$0,7 milliard. En outre, le portefeuille d'effets non négociables du Trésor des Etats-Unis et du Trésor canadien a été réduit de \$0,2 milliard et de \$0,1 milliard respectivement pendant les sept premiers mois de l'année. Si ces compressions se sont simplement traduites, la plupart du temps, par le non-renouvellement de titres à leur échéance, une partie des valeurs canadiennes a été remboursée par anticipation.

La balance des paiements a pris, à partir du milieu d'août, une orientation résolument favorable, enregistrant pour les cinq derniers mois de l'année un excédent global de \$0,9 milliard. De plus, avec le dénouement des précédentes ventes de livres à terme, les avoirs extérieurs nets au comptant des banques ont fléchi de \$0,2 milliard. L'excédent des opérations de financement officiel pour la période de cinq mois considérée s'est établi par conséquent à \$1,2 milliard et ce montant s'est, pour sa quasi-totalité, ajouté aux réserves de change.

L'excédent des mouvements monétaires officiels s'est maintenu à peu près au même niveau pendant le premier trimestre de 1971, s'élevant à \$0,7 milliard, dont \$0,2 milliard provenant d'une nouvelle réduction de la position extérieure nette des banques. Les réserves de change se sont encore renforcées de \$580 millions, et les avoirs en D.T.S. de \$140 millions, dont \$105 millions au titre de la deuxième allocation.

*Union Economique Belgo-Luxembourgeoise.* Compte non tenu de son allocation initiale de D.T.S., le montant net des réserves monétaires officielles de l'U.E.B.L. s'est inscrit en hausse de \$0,4 milliard l'an dernier. Si l'on prend l'année dans son ensemble, on constate que cet accroissement a été dû en majeure partie à des entrées de capitaux canalisés par les banques, dont les engagements nets envers l'étranger ont augmenté de \$0,3 milliard. Deux phases différentes se distinguent toutefois dans l'évolution qui s'est produite en cours d'année. Jusqu'à la fin du troisième trimestre, les avoirs officiels nets (à l'exclusion de l'allocation de D.T.S.) ont enregistré une progression de \$0,3 milliard, à laquelle l'excédent global de paiement a contribué pour les deux tiers et les entrées de fonds bancaires pour un tiers seulement. Puis, pendant les trois derniers mois de l'année, les transactions monétaires officielles ont dégagé un excédent inférieur à \$0,1 milliard qui s'explique, et au-delà, par une accélération des entrées de fonds bancaires, dont le montant a atteint \$0,2 milliard pour le trimestre, par suite du fléchissement des taux d'intérêt des euro-dollars. Les entrées de capitaux enregistrées au quatrième trimestre par l'intermédiaire des banques ont revêtu pour la quasi-totalité la forme de conversions de devises en francs belges. Pour l'ensemble de l'année, la progression nette des engagements en devises des banques à l'égard des non-résidents a atteint \$190 millions; en outre, les non-résidents ont renforcé leurs avoirs en francs belges de \$75 millions en 1970.

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

Pays	Fin d'année	Or, devises (position nette) et D.T.S	Position nette envers le F.M.I. et au titre des A.G.E.	Total net des réserves officielles	Position nette des banques commerciales	Total net des avoirs à l'étranger	Modifications (+ = augmentation des avoirs, diminution des engagements)		
							Autorités monétaires		Banques
							Y compris allocation de D.T.S.	A l'exclusion de l'allocation de D.T.S.	
en millions de dollars E.U.									
Allemagne fédérale	1969	7.060	305	7.365	- 1.250	6.115	- 3.040 <sup>1</sup>	- 3.040 <sup>1</sup>	- 1.185 <sup>1</sup>
	1970	12.615	915	13.530	- 3.445	10.085	+ 6.165	+ 5.965	- 2.165 <sup>1</sup>
Autriche	1969	1.385	165	1.550	60	1.610	+ 35	+ 35	+ 70
	1970	1.605	160	1.765	- 55	1.710	+ 215	+ 185	- 115
Belgique-Luxembourg	1969	2.215	155	2.370	- 575	1.795	+ 205	+ 205	+ 85
	1970	2.435	390	2.825	- 850	1.975	+ 455	+ 385	- 275
Danemark	1969	425	-	425	- 10	415	-	-	- 80
	1970	435	25	460	- 15	445	+ 35	+ 10	- 5
Espagne	1969	885	-	885	- 10	875	- 265	- 265	+ 45
	1970	5	45	1.790	- 50	1.740	+ 905	+ 865	- 40
Finlande	1969	300	40	340	- 50	290	- 10	- 10	+ 65
	1970	395	65	460	- 90	370	+ 120	+ 100	- 40
France	1969	2.670	- 500	2.170	- 625	1.545	- 1.100	- 1.100	- 565
	1970	4.765	- 610	4.155	- 1.075	3.080	+ 1.985	+ 1.820	- 450
Grèce	1969	290	25	315	10	325	- 5	- 5	-
	1970	275	35	310	10	320	- 5	- 25	-
Irlande	1969	635	55	690	.	.	+ 145	+ 145	.
	1970	665	30	695	.	.	+ 5	- 10	.
Islande	1969	35	- 10	25	-	25	+ 5	+ 5	+ 10
	1970	40	-	40	- 5	35	+ 15	+ 15	- 5
Italie	1969	4.160	865	5.025	75	5.100	- 515	- 515	- 660
	1970	5.245	275	5.520	90	5.610	+ 495	+ 390	+ 15
Norvège	1969	610	90	700	45	745	+ 5	+ 5	- 60
	1970	675	120	795	100	895	+ 95	+ 70	+ 55
Pays-Bas	1969	2.070	440	2.510	-	2.510	+ 60	+ 60	+ 90
	1970	2.675	540	3.215	- 160	3.055	+ 705	+ 615	- 160
Portugal	1969	1.430	20	1.450	175	1.625	+ 65	+ 65	+ 20
	1970	1.485	20	1.505	200	1.705	+ 55	+ 55	+ 25
Suède	1969	560	100	660	85	745	- 140	- 140	- 190
	1970	575	125	700	160	860	+ 40	+ 5	+ 75
Suisse	1969	4.495	-	4.495	660	5.155	+ 10	+ 10	+ 150
	1970	5.185	-	5.185	1.050 <sup>2</sup>	6.235	+ 690	+ 690	+ 390 <sup>2</sup>
Turquie	1969	-	- 35	- 35	.	.	- 60	- 60	.
	1970	85	- 75	10	.	.	+ 45	+ 30	.
Total	1969	29.225	1.715	30.940	- 1.410 <sup>3</sup>	28.875	- 4.605	- 4.605	- 2.205 <sup>3</sup>
	1970	40.900	2.060	42.960	- 4.135 <sup>3</sup>	38.120	+ 12.020	+ 11.165	- 2.695 <sup>3</sup>
Canada	1969	2.420	475	2.895	1.455	4.350	+ 50	+ 50	+ 495
	1970	3.960	670	4.630	1.540	6.170	+ 1.735	+ 1.610	+ 85
Japon	1969	3.035	625	3.660	695	4.355	+ 800	+ 800	+ 1.485
	1970	3.820	970	4.790	1.060	5.850	+ 1.130	+ 1.005	+ 365

<sup>1</sup> Après élimination des modifications de caractère statistique. <sup>2</sup> En raison de modifications importantes apportées à leur définition, les statistiques de fin 1970 concernant les banques commerciales suisses ne sont pas comparables aux chiffres correspondants des périodes précédentes. <sup>3</sup> A l'exception de l'Irlande et de la Turquie.

Remarque: Pour les pays du Groupe des Dix et pour la Suisse, les chiffres 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 des réserves.



Que l'on tienne ou non compte de l'allocation de D.T.S., l'amélioration des avoirs monétaires des autorités belges en 1970 a presque intégralement reposé, d'une manière ou d'une autre, sur l'évolution de la position créditrice à l'égard du Fonds Monétaire International. Cette position s'est renforcée de \$235 millions, dont \$55 millions correspondent au versement de la souscription additionnelle en or et ont eu leur contrepartie dans un fléchissement de l'encaisse métallique nationale; l'allocation de D.T.S. s'est élevée à \$70 millions; en outre, la Belgique a accepté \$135 millions de D.T.S. d'autres pays, principalement des Etats-Unis. Le produit en francs belges de \$110 millions de ces transferts de D.T.S. a été utilisé par la Réserve Fédérale pour réduire son encours de swap envers la Banque Nationale de Belgique, qui était passé, de la fin mai au début décembre 1970, de zéro à \$320 millions. Les réserves de change de la Belgique se sont accrues de \$70 millions.

Les entrées de capitaux par l'intermédiaire des banques ont été de faible importance pendant le premier trimestre de 1971, de sorte que l'amélioration de \$0,2 milliard intervenue dans la position nette des autorités monétaires, à l'exclusion de la deuxième allocation de D.T.S., a été imputable grosso modo à un excédent de la balance générale des paiements. La position de réserve envers le Fonds s'est encore renforcée de \$70 millions et la Belgique a reçu un montant supplémentaire de \$25 millions de D.T.S. d'autres pays; en outre, \$65 millions ont été ajoutés aux réserves de devises et les tirages de la Réserve Fédérale sur ses facilités de swap auprès de la Belgique sont passés de \$210 millions au commencement de l'année à \$420 millions début mars.

*Pays-Bas.* Comme en Allemagne fédérale, quoique à une échelle beaucoup plus réduite, les entrées de capitaux et de ressources à court terme ont déterminé un accroissement sensible des avoirs monétaires nets des autorités néerlandaises en 1970 et pendant la première partie de 1971. Quand, au début de mai, les entrées de capitaux ont commencé à présenter un caractère nettement spéculatif, la fermeture du marché des changes a été décrétée, en même temps qu'en Allemagne fédérale, afin d'éviter tout nouveau gonflement des réserves.

Pour l'année 1970, l'accroissement des avoirs officiels nets, compte tenu de l'allocation initiale de D.T.S., a été de \$0,7 milliard provenant, à concurrence de \$0,5 milliard, de l'excédent de la balance générale des paiements et, à raison de \$0,2 milliard, d'une augmentation des engagements extérieurs nets des banques. Le renforcement des avoirs officiels nets et, plus encore, les entrées de capitaux par le canal des banques, ont été concentrés sur la seconde moitié de l'année. En effet, pendant les six premiers mois de 1970, les avoirs officiels nets ont progressé de moins de \$0,2 milliard (encore s'agissait-il simplement, en majeure partie, de l'allocation de D.T.S.), alors que le secteur bancaire enregistrait, dans le même temps, des sorties d'un montant de \$0,1 milliard, correspondant pour près des trois quarts à une progression des avoirs nets en devises des banques. Pendant le second semestre, en revanche, les avoirs officiels nets ont accusé une augmentation de \$0,6 milliard, qui s'est traduite à peu près intégralement par un renforcement des réserves de change et qui provenait, pour moitié environ dans chaque cas, de l'excédent de la balance générale des paiements

et d'entrées nettes de capitaux par le canal des banques. Ce dernier mouvement, qui a plus que compensé les sorties du premier semestre, a consisté presque entièrement en un renforcement des avoirs étrangers en florins, probablement pour des considérations de taux d'intérêt. Pendant le second semestre, la Réserve Fédérale a prélevé la totalité de sa facilité de swap, d'un montant de \$0,3 milliard, auprès de la Nederlandsche Bank.

Au cours du premier trimestre de 1971, l'accroissement de \$0,3 milliard des avoirs officiels nets a eu de nouveau sa source, à concurrence de la moitié, dans des entrées nettes de capitaux par l'intermédiaire des banques, et a encore pris essentiellement la forme d'une expansion des engagements nets des banques en florins. Le reliquat a eu pour origine un excédent de \$80 millions de la balance générale des paiements et la deuxième allocation de D.T.S. (\$75 millions). En fait, les D.T.S. ont représenté la majeure partie de l'amélioration des avoirs officiels nets pendant le trimestre, étant donné qu'à l'allocation est venu s'ajouter un transfert de \$100 millions de D.T.S. en provenance des Etats-Unis. Avec le produit de ce transfert, et avec ceux d'un tirage en florins sur le Fonds (pour la contre-valeur de \$125 millions) et d'une vente de deutsche marks à la Nederlandsche Bank (pour la contre-valeur de \$75 millions), la Réserve Fédérale a été en mesure de rembourser intégralement les tirages effectués sur sa facilité de swap. Parallèlement, les réserves de devises de la Nederlandsche Bank se sont encore renforcées de \$110 millions au cours du trimestre.

*Suisse.* Les avoirs monétaires officiels, en chiffres nets, se sont accrus en 1970 de \$0,7 milliard, dont \$0,6 milliard sont allés grossir les réserves de devises. Comme, d'autre part, les avoirs extérieurs nets des banques commerciales suisses ont, ainsi qu'il ressort du tableau de la page 166, progressé de \$0,4 milliard, l'excédent extérieur global s'établit à \$1,1 milliard, contre \$0,2 milliard seulement en 1969. En raison toutefois de l'effet des changements apportés à la définition statistique des positions en devises des banques, il semble probable que le renforcement des avoirs extérieurs nets du système bancaire a été, l'an dernier, un peu moindre que ne l'indiquent ces chiffres.

De plus, l'augmentation des avoirs officiels nets en 1970 a été elle-même gonflée, du fait que les transferts de dollars effectués en fin d'année par les banques commerciales au profit de la Banque Nationale se sont élevés à \$1,1 milliard, contre \$0,8 milliard à la fin de 1969. Si l'on tient compte de l'écart entre ces deux chiffres, la progression enregistrée l'an dernier par les réserves se trouve ramenée à \$0,4 milliard. Autrement dit, si l'on fait abstraction des effets temporaires d'opérations plus importantes de «window-dressing» en fin d'année, plus de la moitié de l'excédent des paiements extérieurs de la Suisse en 1970 est venue s'ajouter aux avoirs extérieurs nets du système bancaire — en dépit de la baisse des taux d'intérêt des euro-monnaies.

Pendant le premier trimestre de 1971, les avoirs officiels nets ont diminué de \$0,5 milliard. Ce mouvement a résulté presque entièrement du dénouement des opérations de fin d'année avec les banques, qui a provoqué un fléchissement de \$0,9 milliard en janvier, et des transactions de fin de trimestre avec le système bancaire, qui ont déterminé une progression de \$0,4 milliard en mars. Les tirages de la Réserve Fédérale sur sa facilité de swap auprès de la Banque Nationale Suisse, qui étaient passés en

1970 de \$145 millions à \$300 millions, se sont encore accrus pour atteindre \$450 millions début mars. Grâce à une cession d'or par le Trésor des Etats-Unis pour un montant de \$75 millions et à l'émission, au profit de la Banque Nationale Suisse, de certificats non négociables du Trésor américain, pour la contre-valeur de \$250 millions, les swaps ont été liquidés au cours du mois de mars. En avril, malgré le dénouement des opérations de fin de trimestre des banques, les avoirs officiels nets n'ont guère décru, ce qui indique que d'importantes entrées de fonds se sont produites pendant le mois. Cet afflux s'est accéléré lorsque, au début de mai, a éclaté la crise monétaire mais, pour l'ensemble du mois, les réserves ont enregistré un accroissement de \$160 millions seulement.

*Suède.* L'excédent global de \$80 millions (à l'exclusion de la première allocation de D.T.S.) dégagé en 1970 par la balance générale des paiements a revêtu presque entièrement la forme d'un accroissement des avoirs nets en devises des banques commerciales. Compte tenu de l'allocation de \$35 millions de D.T.S., l'excédent global s'est élevé à \$115 millions et le renforcement des avoirs officiels nets a été de \$40 millions. La détérioration de la situation des paiements qui a caractérisé l'année 1969 s'est poursuivie pendant le premier trimestre de 1970, au cours duquel le déficit global de \$80 millions (à l'exclusion de l'allocation de D.T.S.) a été financé par prélèvement sur les réserves de change. Pendant le reste de l'année 1970, la balance générale a dégagé un surplus de \$160 millions, les pertes de change du premier trimestre ayant été regagnées et les banques ayant renforcé leur position nette en devises à concurrence de \$75 millions. L'évolution favorable de la balance générale des paiements s'est poursuivie au cours du premier trimestre de 1971. A l'excédent de \$85 millions (compte tenu de la deuxième allocation de D.T.S.) est venu en outre s'ajouter un afflux net de \$25 millions par le canal des banques, ce qui explique l'augmentation de \$110 millions des avoirs officiels nets. La quasi-totalité de cet accroissement a pris la forme d'un renforcement des réserves de devises, l'allocation de D.T.S. ayant été presque totalement compensée par la réduction de \$30 millions des créances de la Suède dans le cadre des Accords Généraux d'Emprunt.

*Danemark.* La balance générale des paiements a dégagé un léger excédent de \$5 millions l'année dernière. Si l'on tient compte de la première allocation de D.T.S. (\$25 millions), les avoirs officiels nets font apparaître une progression de \$35 millions. Ces chiffres masquent toutefois une amélioration spectaculaire de la situation extérieure du Danemark entre les deux semestres de 1970. Au cours des six premiers mois, on a assisté à un déficit global de \$110 millions (à l'exclusion de l'allocation de D.T.S.) et à des sorties de capitaux par le canal des banques d'un montant de \$20 millions, de sorte que les avoirs officiels nets ont accusé un fléchissement de \$130 millions. Pendant la seconde partie de l'année, en revanche, l'excédent global de \$115 millions, combiné avec des entrées de \$25 millions par l'intermédiaire des banques, s'est traduit par une progression de \$140 millions des avoirs officiels nets. Ce redressement s'est poursuivi au cours du premier trimestre de 1971, pendant lequel le surplus global de \$115 millions s'est entièrement reflété dans une augmentation des avoirs officiels nets, à laquelle la deuxième allocation de D.T.S. a contribué pour \$30 millions.

*Finlande.* Compte non tenu de l'allocation de D.T.S., la balance générale des paiements s'est soldée par un excédent de \$60 millions en 1970, soit à peu près le même montant que l'année précédente. Toutefois, contrairement à 1969 où l'on avait assisté à des sorties de \$65 millions par l'intermédiaire des banques, un afflux de \$40 millions s'est produit l'an dernier. En conséquence, les avoirs officiels nets de la Finlande se sont renforcés à concurrence de \$100 millions (ou de \$120 millions si l'on tient compte de la première allocation de D.T.S.), dont la plus grande partie sous forme d'un gonflement de \$90 millions des réserves en devises. Pendant le premier trimestre de 1971, les avoirs officiels nets se sont développés à concurrence de \$85 millions, montant dans lequel la deuxième allocation de D.T.S. entre pour moins d'un quart.

*Norvège.* La situation globale des paiements a fait apparaître, l'an dernier, un excédent de \$125 millions (si l'on ne tient pas compte de l'allocation de D.T.S.), après avoir accusé un déficit de \$55 millions en 1969. Le solde passif de 1969 avait été largement couvert par un afflux de fonds d'un montant de \$60 millions par le canal des banques; en 1970, par suite de sorties nettes de fonds bancaires à raison de \$55 millions, les avoirs officiels nets n'ont progressé que de \$70 millions, ou de \$95 millions si l'on inclut les D.T.S. Tout comme en 1969, on a assisté, l'an dernier, à d'importants flux compensatoires en devises entre le secteur officiel et le secteur bancaire, au détriment des réserves et au profit des banques pendant le premier semestre de l'année, et en sens inverse pendant le second. Au cours du premier trimestre de 1971, la balance générale des paiements a continué de se solder par un excédent, à concurrence de \$60 millions, compte tenu des \$25 millions d'allocations de D.T.S., et cette situation s'est en général traduite par un renforcement des avoirs officiels nets.

*Autriche.* L'excédent global s'est élevé à \$70 millions en 1970, soit un chiffre légèrement inférieur aux \$105 millions enregistrés l'année précédente. A noter toutefois que le fléchissement — le premier depuis 1966 — de \$115 millions de la position nette des banques envers l'étranger a trouvé largement sa contrepartie dans un accroissement de \$185 millions des avoirs officiels nets. Compte tenu de l'allocation initiale de D.T.S., l'amélioration de la position officielle nette est ressortie à \$215 millions.

*Espagne.* L'excédent de la balance générale des paiements, qui a atteint le chiffre considérable de \$0,9 milliard, a entraîné une amélioration correspondante de la position nette des mouvements monétaires officiels. En fait, les réserves en devises ont progressé de \$1,1 milliard, tandis que l'encaisse-or a fléchi de \$0,3 milliard. La majeure partie de l'excédent a été enregistrée pendant le second semestre de 1970; durant le premier trimestre de 1971, les réserves de l'Espagne se sont encore renforcées de \$0,3 milliard, la deuxième allocation de D.T.S. intervenant dans ce montant à raison de \$40 millions seulement.

*Portugal.* L'excédent global de l'année 1970 a été, avec \$80 millions, très peu différent de celui de l'année précédente. Il s'est traduit par une augmentation de \$25 millions des avoirs extérieurs nets des banques et par un renforcement de \$55 millions des réserves. Ces dernières ont, en fait, fléchi de \$70 millions pendant le premier semestre de l'année en raison des sorties de capitaux mais, pendant les six derniers mois, la

balance des mouvements de capitaux étant devenue excédentaire, les réserves se sont accrues de \$125 millions. Au cours du premier trimestre de 1971, elles ont enregistré à nouveau une légère augmentation en chiffres nets.

*Turquie.* La position nette des mouvements monétaires officiels avec l'étranger, après avoir été déficitaire de \$60 millions en 1969, a enregistré l'an dernier un excédent de \$30 millions (à l'exclusion de l'allocation initiale de D.T.S.). De toute évidence, cette amélioration a été liée à la dévaluation de la livre turque en août 1970, car le déficit commercial a été ramené de \$260 millions à \$90 millions entre le premier semestre et le second. Pour l'année prise dans son ensemble, toutefois, le déficit des échanges commerciaux a dépassé de \$85 millions celui de 1969, mais les recettes invisibles ont progressé de \$110 millions et les entrées de capitaux de \$65 millions. Si l'on considère enfin la composition des réserves turques, on note un gonflement de \$75 millions des réserves de devises, imputable à raison des deux tiers à des tirages nets sur le F.M.I. Ces tirages ont d'ailleurs constitué le principal facteur responsable de la progression de \$40 millions de l'endettement turc à l'égard du Fonds. L'amélioration de la position extérieure s'est accélérée pendant le premier trimestre de 1971, avec un renforcement de \$80 millions des réserves nettes, la deuxième allocation de D.T.S. n'intervenant dans ce chiffre qu'à concurrence de \$15 millions.

*Grèce.* Des entrées de capitaux ayant compensé la majeure partie du déficit de \$415 millions de la balance des opérations courantes, la balance générale des paiements a accusé l'an dernier un déficit de \$25 millions. Celui-ci s'est intégralement traduit par une baisse des réserves, qui ont marqué un fléchissement tout au long de l'année, sauf pendant le troisième trimestre, traditionnellement favorable pour des raisons de caractère saisonnier. Toutefois, si l'on tient compte de la première allocation de D.T.S., le fléchissement des réserves n'a été que de \$5 millions. Pendant le premier trimestre de 1971, malgré une deuxième allocation de D.T.S., d'un montant de \$15 millions, les réserves ont encore diminué de \$10 millions.

*Irlande.* Les avoirs officiels nets, qui s'étaient renforcés de \$145 millions en 1969, ont très peu varié en 1970. Les réserves de devises se sont en fait accrues de \$40 millions, chiffre qui correspond également au montant du tirage effectué par l'Irlande sur le F.M.I. en 1970. La position de réserve à l'égard du Fonds et l'encaisse-or ont accusé l'une comme l'autre une baisse de \$25 millions. Les trois premiers mois de 1971 ont été marqués par une forte progression (\$105 millions) des avoirs officiels nets, compte tenu d'une allocation de D.T.S. de \$15 millions.

*Canada.* A la différence de 1969, où la totalité de l'excédent global de paiements (\$0,5 milliard) avait servi à financer un renforcement des avoirs nets en devises des banques canadiennes, le surplus noté en 1970 a eu presque entièrement sa contrepartie dans une progression de \$1,6 milliard des avoirs officiels nets. Les réserves en devises ont augmenté de \$1,3 milliard, compte tenu d'un accroissement de \$1,2 milliard des avoirs non liquides en titres du gouvernement américain. De plus, la position nette du Canada envers le F.M.I. et au titre des Accords Généraux d'Emprunt s'est améliorée à raison de \$0,2 milliard, dont près de la moitié est imputable au paiement en or effectué au Fonds au titre de l'accroissement de la quote-part.

Si la position nette des banques envers l'étranger n'a que peu varié sur l'ensemble de l'année, l'évolution a été fort contrastée entre les sept premiers et les cinq derniers mois. Pendant la première période, en partie pour des considérations de taux d'intérêt et en partie sous l'effet du mouvement spéculatif en faveur du dollar canadien juste avant l'adoption du taux de change flottant, on a assisté à des entrées nettes de \$0,6 milliard par l'intermédiaire des banques. Pendant le reste de l'année, marquée par une détente des taux d'intérêt au Canada, des sorties se sont produites à concurrence de \$0,7 milliard. Dans le secteur officiel, l'accroissement des avoirs nets au cours des cinq mois ayant précédé l'adoption du taux de change flottant pour le dollar canadien a atteint \$0,9 milliard, montant auquel il convient d'ajouter \$0,4 milliard d'achats à terme. Pendant le reste de l'année par conséquent, compte non tenu de ces précédentes acquisitions à terme, les avoirs officiels nets se sont renforcés de \$0,3 milliard seulement.

Pendant le premier trimestre de 1971, la situation générale des paiements du Canada s'est modifiée pour faire apparaître un déficit de \$0,4 milliard, ou de \$0,3 milliard si l'on tient compte de la deuxième allocation de D.T.S. Cependant, comme les taux d'intérêt canadiens devenaient à nouveau relativement attrayants, on a assisté à des entrées de fonds bancaires de \$0,5 milliard, dont la plus grande partie a été enregistrée au cours des deux premiers mois de l'année. Les avoirs officiels nets ont donc légèrement progressé pendant le trimestre.

*Japon.* Comme dans le cas du Canada, la majeure partie de l'excédent global du Japon, qui avait servi en 1969 à financer un accroissement des avoirs extérieurs nets des banques, s'est traduite en 1970 par une progression des réserves. Effectivement, les avoirs nets des autorités monétaires ont augmenté de \$1,1 milliard, compte tenu de la première allocation de \$0,1 milliard de D.T.S., pour s'établir à \$4,8 milliards à la fin de 1970. Les réserves de devises se sont renforcées de \$0,6 milliard et les créances sur le F.M.I. d'un montant de \$0,3 milliard — correspondant principalement à la reprise par le Japon d'une créance de \$250 millions précédemment détenue par l'Italie sur le Fonds. Le stock d'or s'est également accru, à raison de \$0,1 milliard. Les avoirs nets en devises des banques ont progressé de \$0,4 milliard, contre \$1,5 milliard l'année précédente.

La structure des mouvements monétaires du Japon avec l'étranger a enregistré des variations très accentuées pendant l'année. Au cours des six premiers mois, les avoirs officiels nets ont accusé une hausse de \$0,4 milliard, due essentiellement à des entrées de capitaux bancaires d'un montant de \$0,3 milliard. A partir de juin, la Banque du Japon a accordé des prêts en yens aux banques au-delà de leurs contingents de réescompte et d'avances pour conversion en devises, en vue de réduire leur dépendance à l'égard des crédits de l'étranger pour le financement des importations. Ces opérations ont permis aux banques japonaises d'étoffer leurs avoirs extérieurs nets de \$0,8 milliard au troisième trimestre, tandis que la position nette des autorités monétaires fléchissait légèrement. Au quatrième trimestre, toutefois, les avoirs officiels nets se sont gonflés de \$0,8 milliard, grâce à \$0,1 milliard de nouvelles entrées de fonds, par l'intermédiaire des banques, venant s'ajouter à un excédent global de \$0,7 milliard.

L'évolution notée au dernier trimestre de 1970 s'est poursuivie pendant le premier trimestre de cette année; en effet, non seulement la balance générale des paiements a fait apparaître un solde actif de \$0,7 milliard, compte tenu d'une allocation de D.T.S. d'un montant de \$0,1 milliard, mais il s'est produit en outre, par l'intermédiaire des banques, de nouvelles entrées d'un montant de \$0,2 milliard. Les avoirs officiels nets se sont ainsi renforcés de \$0,9 milliard, pour s'établir à \$5,7 milliards, fin mai, à la suite d'un important afflux de capitaux qui s'est produit au début du mois, ils atteignaient le chiffre de \$7 milliards.

### **Fonds Monétaire International.**

Les événements les plus importants de la période sous revue, pour le Fonds Monétaire International, ont été l'allocation de la première et de la seconde tranche de droits de tirage spéciaux et le relèvement général des quotes-parts des pays membres. En revanche, les opérations sur les D.T.S., ainsi que l'utilisation nette qui a été faite des ressources du Fonds par les pays membres, ont été d'une importance fort modeste.

Sur les \$3,4 milliards de D.T.S. ayant fait l'objet de la première allocation, en janvier 1970, les pays participants ont fait usage d'un montant brut de \$857 millions au cours de l'année, dont \$472 millions ont été transférés à d'autres pays participants, et le reliquat au Compte Général du F.M.I. A son tour, le Fonds a transféré, pendant l'année, \$95 millions de D.T.S. à des pays participants. Le montant brut des D.T.S. reçu par les participants en 1970 (en dehors de la première allocation) s'est donc élevé au total à \$567 millions. Trois pays – le Canada, les Etats-Unis et la Finlande – ont choisi de recevoir des D.T.S. de préférence à de l'or, pour un montant total de \$68 millions, lorsqu'en septembre 1970 le Fonds a vendu de l'or pour reconstituer ses avoirs en la monnaie de plusieurs pays participants; en outre, dix-sept participants ont choisi de recevoir \$27 millions de D.T.S. lorsque le Fonds, par l'intermédiaire du Compte Général, a réglé la rémunération de la position créditrice des pays membres et procédé à une répartition par prélèvement sur son revenu net.

Les variations des avoirs en D.T.S., au cours de l'année, ont été un peu moins accentuées en chiffres nets, car certains pays, tout comme le Fonds, ont à la fois utilisé et reçu des D.T.S. Pour donner un schéma approximatif des flux nets de D.T.S. en 1970, on peut dire que les pays moins développés en ont utilisé \$371 millions, tandis que le Compte Général du Fonds en a accepté \$290 millions et les pays développés \$81 millions. A l'intérieur du groupe des pays moins développés, on relève d'importantes différences de degré d'utilisation des D.T.S., allant de 88% des allocations initiales pour le Moyen-Orient à 18% en Amérique latine. En dehors du Compte Général du Fonds, c'est la Belgique qui a accepté le plus de D.T.S. en 1970, avec \$134 millions en chiffres nets. A la fin de l'année, les avoirs de ce pays en D.T.S. représentaient 289% de l'allocation initiale, soit 11% seulement de moins que le montant maximum qu'il aurait pu être obligé de détenir sur la base de cette allocation. Du côté des emplois, les plus gros utilisateurs nets à titre individuel ont été le Royaume-Uni et l'Inde, avec \$144 millions et \$82 millions respectivement.

Une deuxième allocation de D.T.S., d'un montant de \$2.949 millions, a été répartie le 1er janvier 1971. Pendant les trois premiers mois de l'année, les flux de D.T.S. se sont généralement dirigés des pays participants vers le Compte Général du Fonds. Les avoirs de cet organisme en D.T.S. se sont ainsi renforcés d'un montant net de \$231 millions, les transferts nets des pays développés s'étant élevés à \$80 millions et ceux des pays en voie de développement à \$151 millions. Les Etats-Unis se sont classés en tête des utilisateurs nets de D.T.S. par ordre d'importance pendant ces trois mois, pour un montant de \$125 millions, suivis du Royaume-Uni, avec \$84 millions. En fait, ce dernier pays a transféré au Fonds \$160 millions de D.T.S. représentant une fraction du remboursement effectué en mars 1971; cette somme a constitué les deux tiers du total des recettes nettes du Fonds en D.T.S. En dehors du Fonds, ce sont les Pays-Bas qui, à n'en pas douter, ont reçu le montant le plus important de D.T.S. avec \$100 millions. Lorsque, en avril 1971, le Fonds a offert de vendre \$320 millions d'or pour reconstituer ses avoirs en la monnaie de quatorze de ses membres, trois pays — le Canada, la Finlande et l'Italie — ont alors choisi de recevoir des D.T.S. à la place d'or pour un total de \$56 millions.

Le relèvement général des quotes-parts autorisé par le Conseil des Gouverneurs du Fonds en février 1970 était en vigueur, à la fin de l'année, pour 105 pays membres. Ce relèvement, ainsi que l'augmentation du nombre des membres du Fonds, qui est passé de 115 à 117, ont fait progresser d'un tiers, en 1970, le montant total des quotes-parts qui a été porté de \$21,3 milliards à \$28,4 milliards. La Chine (Taiwan), qui était l'un des pays n'ayant pas accepté le relèvement de sa quote-part en 1970, a entièrement souscrit celle de \$550 millions qui lui avait été allouée en décembre 1945 (bien que son versement de libération en or n'ait représenté que 11%). Auparavant, elle n'avait fait qu'une souscription symbolique de \$60.000.

L'utilisation nette des ressources du Fonds n'a représenté au total que \$307 millions en 1970. Le montant brut des tirages s'est élevé à \$1.839 millions, chiffre inférieur d'environ \$1 milliard à celui de l'année précédente, tandis que le total des rachats, avec \$1.532 millions, a été très peu inférieur au niveau de 1969. Contrairement à ce qui s'est produit avec les D.T.S., les pays développés ont été les principaux utilisateurs des ressources du Fonds en 1970. Les pays d'Europe — en particulier la France, l'Italie et le Royaume-Uni — ainsi que les Etats-Unis et l'Afrique du Sud, sont intervenus à raison de 82% dans le total des tirages bruts, mais à raison de 54% seulement dans les rachats. Au total, l'utilisation nette des ressources du Fonds par les pays développés, malgré une réduction de \$321 millions de l'endettement du Royaume-Uni à l'égard de cet organisme, a représenté plus du double du total général des tirages nets. Les autres pays membres du Fonds, pris dans leur ensemble, ont procédé à \$340 millions de rachats nets. L'Inde a racheté \$197 millions et les pays d'Amérique latine un montant net de \$182 millions.

Dix-neuf monnaies différentes ont été utilisées dans les tirages et les rachats en 1970. Comme l'année précédente, la monnaie la plus utilisée, dans un cas comme dans l'autre, a été le dollar des Etats-Unis mais, contrairement à ce qui s'était passé en 1969, les rachats en dollars (\$742 millions) ont été supérieurs aux tirages (\$589 millions). Les autres monnaies principalement utilisées pour les tirages ont été, dans



l'ordre (en millions de dollars E.U.): le deutsche mark (394), le franc belge (180), le dollar canadien (156), le florin néerlandais (145) et le yen japonais (133). En ce qui concerne les rachats, les moyens de règlement les plus utilisés ont été, en dehors du dollar des Etats-Unis, les D.T.S. (292) et le yen japonais (106). Les rachats nets en dollars E.U., soit \$153 millions, ainsi qu'un tirage de \$150 millions des Etats-Unis et des ventes nettes d'or effectuées par le Fonds contre dollars E.U. pour un montant de \$416 millions, ont permis de porter la proportion des avoirs du Fonds en dollars E.U., au cours de l'année, de 55 à 71% de la quote-part des Etats-Unis.

L'encours du Fonds au titre des Accords Généraux d'Emprunt a fléchi de \$236 millions en 1970. Les A.G.E. ont joué, en février 1970, pour un montant de \$94 millions à l'occasion du tirage de \$485 millions opéré par la France; en revanche, la créance de \$330 millions que l'Italie détenait sur le Fonds au titre des A.G.E. a été entièrement apurée en juillet. En dehors de ces accords, le niveau des emprunts du Fonds n'a pas varié, mais les \$250 millions d'emprunts spéciaux qu'il avait contractés auprès de l'Italie ont été remboursés en juin et en juillet, et remplacés par des emprunts auprès du Japon pour un montant équivalent.

Pendant le premier trimestre de 1971, l'utilisation nette des ressources du Fonds par les pays membres a fléchi de \$507 millions. Les tirages ont atteint un total de \$333 millions, dont l'un a été effectué par les Etats-Unis pour un montant de \$250 millions, et les rachats (y compris ceux qui résultent des tirages d'autres membres) un total de \$840 millions dans lequel le Royaume-Uni est intervenu pour \$689 millions.

**Fonds Monétaire International: Tirages et rachats de monnaies en 1970.**

Pays ou zones	Tirages	Rachats de monnaies nationales <sup>1</sup>	Tirages nets
	en millions de dollars E.U.		
Europe . . . . .	1.238	827	411
dont:			
France . . . . .	485	246	239
Italie . . . . .	463 <sup>2</sup>	—	463
Royaume-Uni . . . . .	150	471 <sup>3</sup>	— 321
Autres pays . . . . .	140	110	30
Etats-Unis . . . . .	150	—	150
Afrique du Sud . . . . .	125	—	125
Nouvelle Zélande . . . . .	—	39	— 39
Autres pays d'Afrique . . . . .	46	78	— 30
Moyen-Orient . . . . .	65	9	56
Asie . . . . .	91	275	— 184
dont:			
Inde . . . . .	—	197	— 197
Amérique latine . . . . .	124	306 <sup>4</sup>	— 182
Total . . . . .	1.839	1.532	307

<sup>1</sup> Y compris les remboursements, à concurrence de \$138 millions, résultant des tirages effectués par d'autres membres.  
<sup>2</sup> Y compris le remboursement, par le Fonds, de l'emprunt de \$330 millions contracté auprès de l'Italie. <sup>3</sup> Y compris les remboursements résultant, à concurrence de \$43 millions, de tirages effectués par d'autres membres et, à concurrence de \$90 millions, de l'utilisation, par le Fonds, de livres sterling pour l'achat d'or. <sup>4</sup> Y compris un remboursement de \$5 millions résultant d'un tirage effectué par un autre pays membre.

A l'occasion du rachat opéré par le Royaume-Uni, le Fonds a remboursé un montant supplémentaire de \$70 millions qui avait été emprunté aux Pays-Bas et à la Suède (\$40 millions et \$30 millions respectivement) au titre des Accords Généraux d'Emprunt. Vers la fin d'avril, le Fonds a vendu pour \$320 millions d'or et de D.T.S. à quatorze pays membres pour reconstituer ses avoirs en leur monnaie. En avril également, il a remboursé au Japon \$125 millions sur les \$250 millions qu'il avait empruntés à ce pays au milieu de l'année 1970, en dehors du cadre des Accords Généraux d'Emprunt.

### **Marchés des changes.**

Pendant la période sous revue, les marchés des changes ont été principalement caractérisés par un affaiblissement du dollar E.U. et par un raffermissement ou la fermeté persistante des autres grandes monnaies, conduisant à l'appréciation du dollar canadien en juin 1970 et d'un certain nombre d'autres monnaies européennes en mai 1971.

La situation qui est à l'origine de ces modifications est apparue à partir du début de 1970, à la suite de l'assouplissement des conditions du crédit aux Etats-Unis, à un moment où plusieurs autres pays maintenaient en place ou, dans certains cas, s'orientaient vers une politique plus restrictive. Au printemps de 1970, la plupart des grandes monnaies se situaient au-dessus de la parité par rapport au dollar E.U., les seules exceptions étant la lire — qui se ressentait défavorablement de pressions à la fois politiques et économiques — le florin et la couronne suédoise. A la fin de mai 1970, la pression à la hausse du dollar canadien, engendrée essentiellement par la solidité remarquable de la balance des opérations courantes, tout en recélant quelques éléments de nature spéculative, s'est intensifiée au point que les autorités canadiennes décidèrent d'abandonner le plafond d'intervention; depuis lors, le dollar canadien s'est apprécié de plus de 6% par rapport au dollar E.U.

Sous l'effet combiné de la détente continue des taux d'intérêt, aux Etats-Unis et sur le marché de l'euro-dollar, et du regain de confiance dans la lire, toutes les grandes monnaies, à l'exception de la livre — qui se remettait de l'accès de faiblesse de l'été — se sont situées au-dessus du pair par rapport au dollar E.U. pendant le dernier trimestre de 1970, et certaines d'entre elles ont atteint, ou presque, la limite supérieure d'intervention. En 1970 les pressions spéculatives ont été nettement moins intenses qu'en 1969 et, à l'exception du dollar canadien et de la lire, elles n'ont pas exercé d'incidence notable.

Au début de 1971, la livre sterling a rejoint le groupe des monnaies fortes. Les sorties de capitaux des Etats-Unis et les entrées de fonds en Europe, en particulier en Allemagne fédérale et au Royaume-Uni, se sont poursuivies sur une grande échelle pendant le premier trimestre de 1971. En ce qui concerne l'Allemagne fédérale, le rôle essentiel joué précédemment par les taux d'intérêt dans les entrées de capitaux a été repris progressivement par la spéculation monétaire et, vers la fin du mois d'avril, les événements se sont soudain précipités. En premier lieu, la nouvelle s'est ébruitée

que les Ministres de l'Economie et des Finances de la Communauté Economique Européenne avaient ouvert un débat sur les diverses possibilités offertes, notamment par une plus grande flexibilité de leurs monnaies par rapport au dollar, en vue de protéger leurs économies d'un afflux indésirable de fonds étrangers. Peu de temps après, un certain nombre d'instituts privés de recherche économique de la République Fédérale d'Allemagne se sont prononcés publiquement en faveur, soit de l'adoption d'un taux de change flottant pour le deutsche mark, soit d'une réévaluation. Un raz de marée de capitaux étrangers envahit le marché allemand et, le 5 mai, la Deutsche Bundesbank s'abstint de toute intervention sur le marché, qui fut alors fermé temporairement. Le même jour, du fait de pressions similaires, bien qu'un peu moins intenses, les autorités autrichiennes, belges, néerlandaises et suisses décidèrent à leur tour de cesser leurs achats de dollars. Au bout de quelques jours de délibérations, le franc suisse fut réévalué de 7,07% et le schilling autrichien de 5,05%, avec effet au 10 mai. Simultanément, les autorités allemandes et néerlandaises décidèrent de laisser flotter leur monnaie ce qui, d'une part, les dégageait de la nécessité d'absorber de nouveau des dollars sur le marché et, d'autre part, leur évitait de procéder à une réévaluation pure et simple à un moment où une telle mesure n'était pas jugée appropriée. En Belgique, des dispositions furent prises par les pouvoirs publics en vue de séparer complètement le marché réglementé du marché libre.

La suspension des limites d'intervention pour le deutsche mark et le florin a abouti à différer l'exécution de la décision, prise par le Conseil des Ministres de la C.E.E. en février 1971, de commencer à réduire les marges de fluctuation entre les monnaies des pays membres sur les marchés des changes. Le premier pas dans cette direction devait être fait par les banques centrales, à titre expérimental, au milieu du mois de juin 1971, les marges devant alors être ramenées de 1,50 à 1,20% de part et d'autre de la parité. La réduction des marges de fluctuation des taux de change intra-communautaires constitue un élément de la première étape du développement de la Communauté en une union économique et monétaire, selon le programme adopté en février 1971 par le Conseil des Ministres en tant qu'objectif que les Etats membres se proposent d'atteindre en dix ans à compter du 1er janvier 1971.

*Livre sterling.* Sous l'effet combiné d'une situation favorable de la balance de base des paiements et des conditions restrictives d'accès au crédit appliquées à l'économie interne, le cours au comptant de la livre sterling par rapport au dollar s'est tendu, passant de la parité au début de 1970 à près de 0,3% au-dessus de ce niveau début mars. Le taux d'escompte a été réduit en mars et en avril, à raison d'un demi-point dans chaque cas, mais le cours de la livre a continué à faire preuve de fermeté, se situant à environ 0,2% au-dessus de la parité jusqu'à la mi-mai.

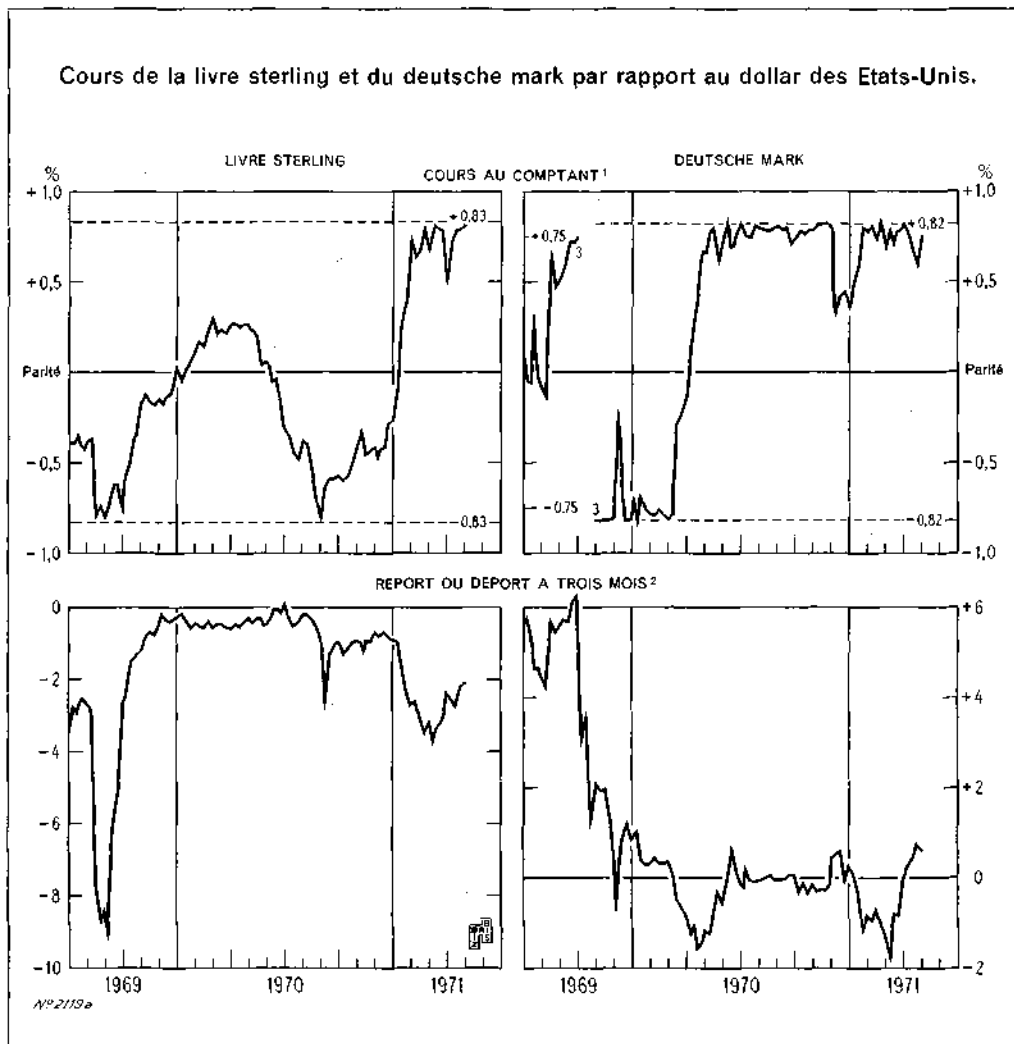
A ce moment-là, la physionomie a changé. En mai et au début du mois de juin, la montée des taux sur le marché de l'euro-dollar a renforcé l'incidence de la réduction des taux d'intérêt du marché intérieur; en même temps, la livre sterling s'est ressentie défavorablement de la libération du taux de change du dollar canadien. A la fin du mois de juillet, le cours au comptant est tombé à 0,5% en dessous de la parité et, fin août, sous l'influence de facteurs défavorables de caractère saisonnier et de l'accélération de la hausse des prix et des salaires, il a presque atteint le plancher par rapport au

dollar. Dans ces conditions, le débat engagé publiquement sur la flexibilité des taux de change peu de temps avant l'Assemblée générale du Fonds Monétaire a engendré pendant quelque temps de très vives pressions sur le sterling au début de septembre, amenant les autorités à soutenir massivement le cours au comptant sur le marché. En même temps, le cours à terme s'est fortement replié, et le déport sur la livre à trois mois s'est élargi de 0,2%, début août, à près de 3% l'an lors d'une séance de la deuxième semaine de septembre.

Cette crise a toutefois été de courte durée, étant donné que la position vendeur sur le sterling a atteint bientôt un volume très considérable. A la fin septembre, le cours au comptant s'est redressé à près de 0,5% en dessous de la parité, et le déport à trois mois s'est situé à 1% l'an. Le redressement s'est poursuivi pendant le dernier trimestre de 1970, du fait en partie de l'amélioration du commerce extérieur, et également parce qu'une nouvelle baisse des taux des euro-monnaies a provoqué une recrudescence des afflux de fonds sur la place de Londres. A l'approche de la fin décembre, le cours au comptant du sterling n'était plus que de 0,3% en dessous de la parité par rapport au dollar et, à l'aube de l'année nouvelle, le redressement s'est accéléré, la cote atteignant presque le plafond d'intervention à la mi-février. En même temps, le déport à trois mois s'est élargi à 4%. La demande de sterling s'est fortement développée à la suite d'une nouvelle baisse des taux sur le marché de l'euro-dollar et des perspectives d'un recul des taux d'intérêt au Royaume-Uni. Sous l'effet des entrées de devises, le cours au comptant s'est constamment maintenu près du niveau supérieur d'intervention jusqu'à la fin mars. Puis la nouvelle réduction de 1% du taux d'escompte a provoqué un bref repli de la cote, à 0,5% au-dessus de la parité. Au milieu du mois d'avril cependant, le cours s'est à nouveau approché du plafond et la livre ne s'est pas départie de sa fermeté pendant la crise monétaire de début mai.

Sur le marché de la devise-investissement, sur lequel les résidents du Royaume-Uni sont autorisés à acheter des monnaies étrangères à des fins d'investissement direct ou de portefeuille en dehors de la zone sterling et où ils peuvent écouler jusqu'à 75% du produit de la cession de ces actifs, la prime accusée par le dollar par rapport aux cours relevés sur le marché des changes officiel a oscillé entre 34 et 38% environ entre janvier et la mi-mars 1970; pendant la seconde quinzaine de mars, elle a amorcé un mouvement de recul et, pendant les six mois suivants, elle a évolué entre 21 et 29%. Vers la fin du mois de septembre, elle s'est toutefois tendue jusqu'à un niveau record de près de 37%, sous l'effet du redressement des cours des actions à la Bourse de New-York. Au mois de décembre, les dispositions du contrôle des changes réglementant les emprunts en devises contractés par les résidents britanniques pour l'achat de valeurs mobilières étrangères ont été assouplies (voir pages 187 et 188) et la prime, qui se situait à 33% juste avant l'adoption de ces mesures, est revenue à 22% au début de janvier. Le mouvement de baisse s'est poursuivi par la suite, bien qu'à une cadence plus ralentie, et le creux de 15% a été touché en avril. A la fin du mois de mai, la prime est de nouveau montée à près de 22%.

*Deutsche mark.* Au cours des deux premiers mois de 1970, le deutsche mark s'est, sur le marché au comptant, maintenu au plancher d'intervention – auquel il était tombé immédiatement après la réévaluation d'octobre 1969 – ou à proximité de ce niveau. Etant



<sup>1</sup> Cours de la séance du vendredi, en pourcentage au-dessus (+) ou en dessous (-) de la parité par rapport au dollar E.U. <sup>2</sup> Cours de la séance du vendredi, indiquant, en pourcentage annuel, le report (+) ou le déport (-) par rapport au cours au comptant. <sup>3</sup> Anciennes limites d'intervention, suspendues le 30 septembre; adoption d'une nouvelle parité le 27 octobre 1969.

donné que les sorties de capitaux, qui avaient été la conséquence directe de la révision en hausse de la parité, se sont amenuisées, la faiblesse persistante du deutsche mark s'expliquait principalement par le niveau relativement bas des taux d'intérêt en Allemagne fédérale, en dépit du resserrement monétaire provoqué par le mouvement de reflux de fonds consécutif à la réévaluation et de la baisse des taux de l'euro-dollar à partir du début de 1970. Cependant, à la suite du relèvement d'un point et demi du taux d'escompte le 6 mars, la situation a changé du tout au tout. Les entreprises allemandes ont commencé à recourir massivement aux emprunts étrangers et, à la mi-mai, le cours au comptant par rapport au dollar a atteint le plafond d'intervention, niveau auquel ou près duquel il est resté pendant près de sept mois, malgré deux réductions d'un demi-point du taux d'escompte, en juillet et en novembre.

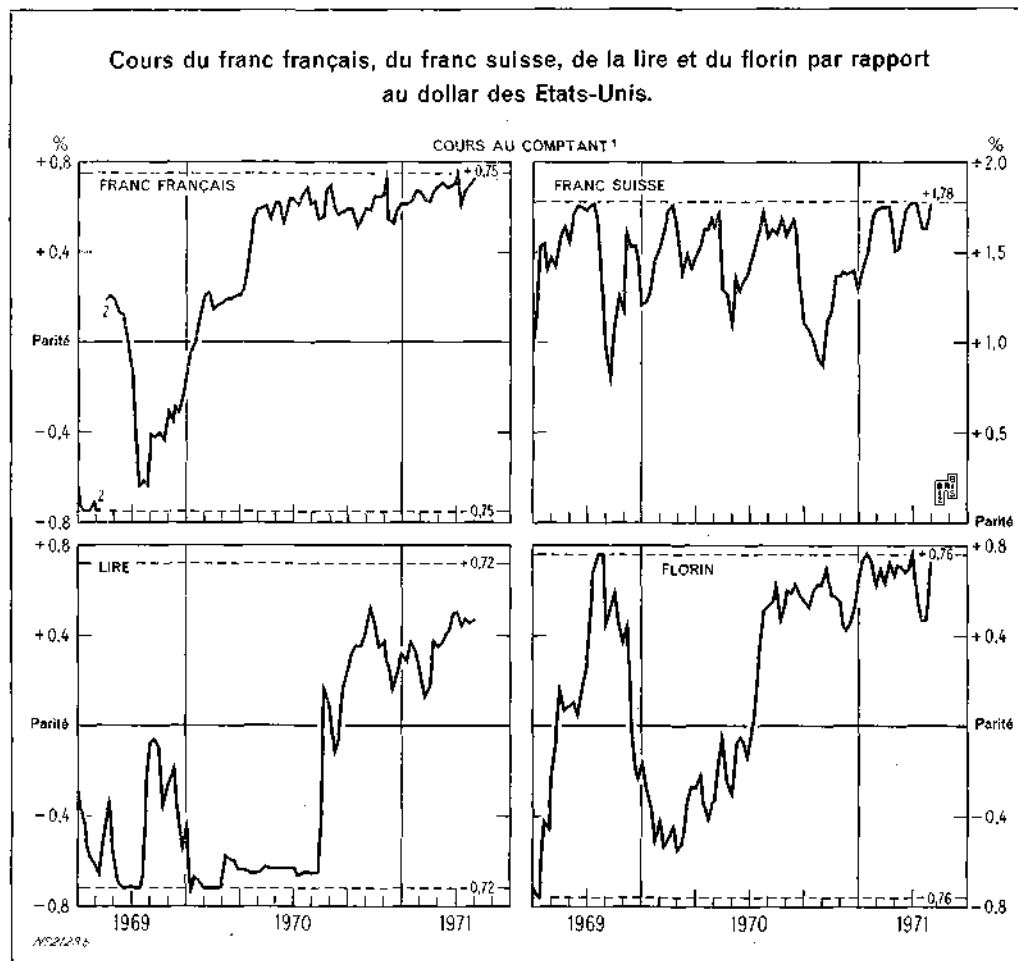
Un troisième abaissement d'un demi-point du taux d'escompte a été annoncé le 2 décembre, et le cours au comptant est immédiatement tombé à environ 0,3% au-dessus de la parité, où il est demeuré jusqu'à la fin de l'année. Au début de 1971 cependant, sous l'effet de la détente prononcée sur le marché de l'euro-dollar, le deutsche mark s'est vivement raffermi et, à la fin du mois de janvier, le cours au comptant par rapport au dollar s'est de nouveau hissé au plafond. Une nouvelle réduction d'un point du taux d'escompte, début avril, conjuguée avec une hausse des taux sur l'euro-marché, a donné lieu à un repli momentané des cotations vers le milieu du mois, mais le cours n'a pas tardé à rejoindre la limite supérieure pour s'y maintenir jusqu'à la fermeture du marché, le 5 mai. Lors de la réouverture de ce dernier le 10 mai, le deutsche mark s'est immédiatement apprécié à près de 3½% au-dessus de la parité par rapport au dollar, la Bundesbank ayant cessé d'absorber des dollars à l'ancien cours-plafond d'intervention.

Sur le marché à terme, la forte hausse des taux d'intérêt en Allemagne fédérale en mars 1970 a eu pour effet de peser sur le cours du deutsche mark à trois mois, un léger report ayant fait place à un déport de 1,6% l'an à la mi-avril. Ce dernier s'est rétréci par la suite et, jusqu'à la fin de l'année, le cours à trois mois a évolué dans d'étroites limites autour du cours au comptant par rapport au dollar. En mars 1971, le deutsche mark faisait ressortir à nouveau un déport de près de 2% l'an, sous l'influence de l'élargissement de l'écart entre les taux d'intérêt allemands et américains. Par la suite, la demande de deutsche marks a été à l'origine du report de 1% l'an accusé début mai par le cours à trois mois.

*Franc français.* Du début de 1970 aux premiers jours d'avril, le cours au comptant du franc français par rapport au dollar a suivi une évolution assez semblable à celle de la livre sterling, progressant de 0,1% au-dessous de la parité à 0,3% au-dessus. L'amélioration de la balance des paiements s'est poursuivie sans relâche, le mouvement défavorable intervenu précédemment dans les termes de paiement s'est renversé et, en regard de la détente des taux d'intérêt sur le marché de l'euro-dollar, des conditions relativement rigoureuses ont prévalu sur le marché monétaire interne. Contrairement au sterling, le franc français a néanmoins continué à se raffermir dès le début du second trimestre de 1970. A la fin du mois d'avril, alors que la balance commerciale était en excédent et que toutes les dettes envers les banques centrales avaient été apurées, le cours au comptant s'est situé à 0,6% au-dessus de la parité par rapport au dollar. Depuis lors, le franc français ne s'est pas départi de sa fermeté, atteignant pratiquement le plafond d'intervention au début de décembre 1970 et de nouveau en avril 1971. Dans l'ensemble, il a été épargné par la crise monétaire de mai, bien que le cours au comptant par rapport au dollar se soit détendu, passant de 0,7% à près de 0,5% au-dessus de la parité pendant les quinze premiers jours du mois.

*Franc suisse.* Pendant la période sous revue, les variations du cours de change du franc suisse par rapport au dollar ont été principalement placées sous le signe des fluctuations saisonnières de la liquidité interne. C'est ainsi qu'en février, puis de nouveau en avril et au début du mois de mai 1970, le franc a fait preuve d'une grande fermeté sous l'effet du resserrement de la liquidité interne et est monté jusqu'à

son cours plafond par rapport au dollar en février, et très près de ce niveau en mai. Chacune de ces péripéties a été suivie d'un repli momentané de la cote. En revanche, tant à la fin mars qu'à la fin juin, le cours au comptant n'a pas été affecté par les opérations habituelles de fin de trimestre des banques, le dénouement de ces transactions ayant été assuré au moyen de swaps entre la Banque Nationale et les banques commerciales. En juillet, sous l'effet de la recrudescence des tensions sur la liquidité interne, le cours au comptant s'est à nouveau approché du plafond par rapport au dollar. Le franc a présenté une physionomie très soutenue jusqu'à fin septembre, lorsque la cote s'est fortement repliée en raison de l'assouplissement des conditions de crédit à l'économie, pour atteindre son point le plus bas de 0,9% environ au-dessus de la parité à la fin du mois d'octobre. A la suite d'un nouveau resserrement du marché helvétique, le cours au comptant s'est redressé à 1,4% au-dessus de la parité par rapport au dollar aux approches de la fin de l'année. Le franc suisse a renforcé sa position au début de 1971, pour se situer de nouveau en février tout près du plafond par rapport au dollar. Par la suite, il a fait très bonne contenance jusqu'au 5 mai lorsque, devant



<sup>1</sup> Cours de la séance du vendredi, en pourcentage, au-dessus (+) ou en dessous (-) de la parité par rapport au dollar E.U. <sup>2</sup> Nouvelle parité à partir du 11 août 1969.

l'afflux de fonds de caractère spéculatif, les autorités suisses, suivant en cela l'exemple de l'Allemagne fédérale, cessèrent leurs interventions sur le marché. A la suite de la réévaluation de 7% annoncée le 9 mai, le franc suisse s'est trouvé dans une situation — nouvelle pour lui — d'être coté en dessous de la parité par rapport au dollar sur le marché au comptant.

*Lire.* L'année 1970 s'est ouverte sous le signe de vives pressions s'exerçant sur le marché des changes au détriment de la lire, sous l'effet principalement des sorties massives de capitaux enregistrées par l'Italie. Le cours au comptant par rapport au dollar, qui s'était replié dès le mois de novembre 1969, est tombé à son plancher d'intervention à la mi-janvier, pour s'y maintenir pendant près de deux mois. Les différentes mesures prises en mars en vue d'enrayer les sorties de capitaux ont permis d'améliorer quelque peu la situation du marché mais, la confiance ne revenant toujours pas, le cours au comptant s'est maintenu à 0,6% environ en dessous de la parité jusqu'à la mi-août. A partir du mois de mai, la lire a subi en outre le contrecoup de l'agitation sociale et des incertitudes politiques, et en particulier de la démission du gouvernement, de sorte que le déport à trois mois sur le marché à terme s'est élargi, passant de 1% à un maximum de 17% l'an vers la fin juillet.

L'annonce de mesures fiscales et budgétaires par le gouvernement formé début août n'a pas tardé à provoquer un changement de climat sur le marché. De ce fait, et compte tenu de l'incidence favorable des facteurs saisonniers, le cours au comptant s'est situé, fin août — pour la première fois depuis février 1969 — au-dessus de la parité. Après s'être momentanément replié quelque peu en dessous de la parité au début du mois de septembre, il a repris son mouvement ascendant et s'est situé au début de novembre, à la faveur de la baisse des taux sur le marché de l'euro-dollar, à 0,5% au-dessus du pair. En même temps, le déport à trois mois de la lire sur le marché à terme s'est rétréci pour atteindre 1% l'an seulement. Si le cours au comptant s'est replié, revenant à 0,2% environ au-dessus de la parité au milieu du mois de décembre, et même légèrement en dessous de ce niveau au début de février 1971, la lire a, dans l'ensemble, fait preuve de très bonnes dispositions depuis lors. Elle n'a pas été impliquée dans la crise monétaire de mai et, au milieu de ce mois, le cours au comptant se tenait à 0,4% au-dessus de la parité.

*Florin néerlandais.* Au début de 1970, le florin s'est situé nettement en dessous de la parité par rapport au dollar, à la suite d'un repli très sensible amorcé à la fin de 1969, lorsqu'il apparut clairement que, contrairement à ce qui s'était passé en 1961, les autorités néerlandaises ne suivraient pas l'exemple de l'Allemagne fédérale dans la voie de la réévaluation. Cette phase se termina en mars et le florin amorça une nouvelle reprise. Le cours s'établit au-dessus de la parité début juillet et, à la mi-août, il se situait à 0,6% au-dessus de la parité par rapport au dollar, pour se maintenir à ce niveau — ou dans ses environs immédiats — jusque vers la fin de l'année. Cette évolution, qui est survenue malgré une aggravation marquée de la balance des paiements courants, est essentiellement imputable à des écarts de taux d'intérêt, la politique monétaire demeurant restrictive, comme en Allemagne fédérale, alors que parallèlement se précisait la détente des taux sur les créances en dollars. Exception

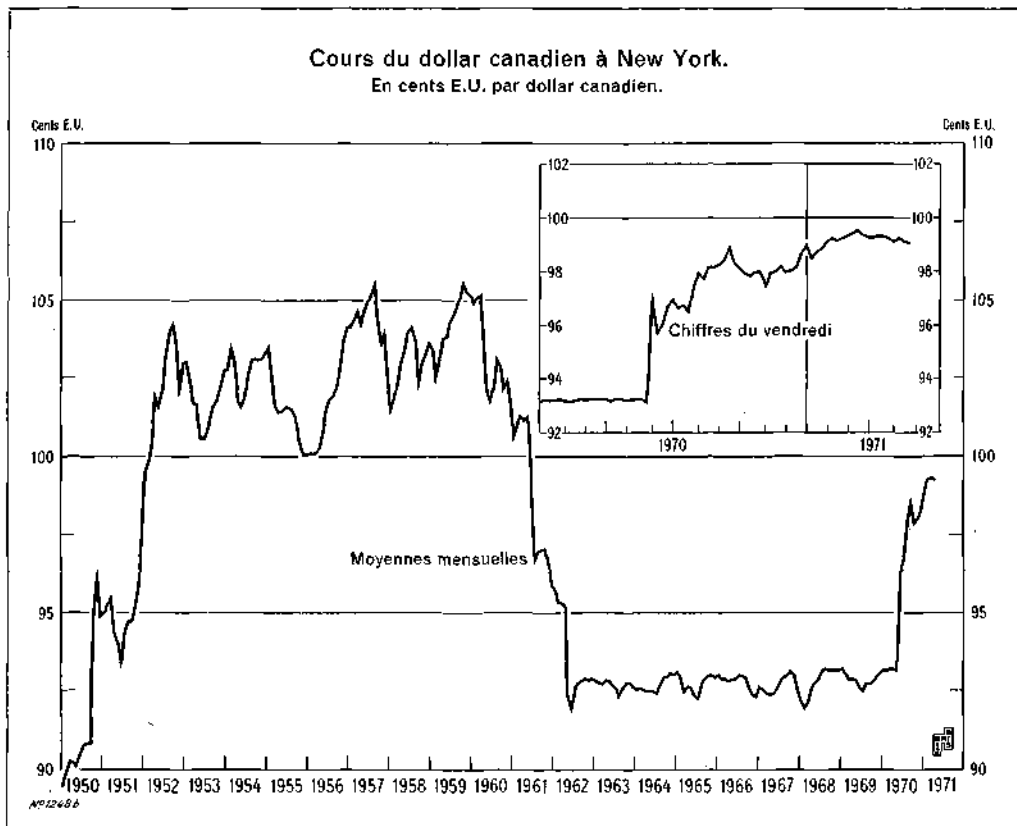


faite de deux brèves périodes, c'est-à-dire en novembre 1970 puis au début d'avril 1971, au moment où le taux officiel d'escompte a été abaissé d'un demi-point à chaque fois, le florin ne s'est pas départi de sa fermeté jusqu'à la crise monétaire de mai. A la suite de la décision prise le 5 mai par les autorités néerlandaises d'interrompre leurs achats de dollars sur le marché à l'ancien cours-plafond et de laisser le taux de change flotter librement à partir du 10 mai, le florin s'est immédiatement apprécié à près de 2½% au-dessus de la parité.

*Autres monnaies européennes.* Sur le marché réglementé des changes, le cours au comptant du *franc belge* par rapport au dollar s'est continuellement tenu au plafond d'intervention ou près de ce niveau depuis la réévaluation du deutsche mark, fin octobre 1969. Sur le marché libre des changes, la décote de près de 2%, accusée au début de 1970 par rapport au cours au comptant du marché réglementé a fléchi, pour disparaître pratiquement à la fin de l'année. Dans le sillage de la crise monétaire de mai 1971, les autorités belges ont décidé de séparer complètement le marché réglementé du marché libre, ce dernier étant désormais exclusivement réservé aux transactions financières. Par la suite, le franc a fait ressortir une prime de près de 1% sur le marché libre par rapport au marché réglementé où le cours au comptant en termes de dollar se situait à sa limite supérieure. En février 1970, la *couronne suédoise* s'est repliée à 0,6% en dessous de la parité lorsque les autorités ont cessé de soutenir la couronne aux environs du pair. Par la suite, le cours s'est progressivement raffermi et, après être tombé, pendant un bref intervalle, au point inférieur d'intervention en septembre, il s'est hissé au-dessus de la parité pendant le dernier trimestre de 1970. A la mi-mai 1971, la couronne suédoise a été cotée sur le marché au comptant à 0,2% au-dessus de la parité par rapport au dollar, n'ayant été que très faiblement affectée par la crise monétaire. La *couronne danoise* a, pendant la plus grande partie de 1970, évolué dans des limites assez étroites de part et d'autre de la parité par rapport au dollar. Sous l'influence de la détente persistante des taux d'intérêt des créances en dollars, la cote s'est toutefois redressée légèrement en novembre pour atteindre 0,2% au-dessus du pair à la fin de l'année, et elle s'est maintenue à ce niveau par la suite, jusqu'à la mi-avril 1971. Au commencement de mai, la couronne danoise s'est située à quelques fractions de point en dessous de la parité, pour revenir au-dessus de ce niveau par la suite. Le cours de la *couronne norvégienne* a suivi une évolution sensiblement identique en 1970. Après s'être situé dans les environs immédiats de la parité par rapport au dollar pendant la plus grande partie de l'année, le cours au comptant s'est tendu à près de 0,3% au-dessus du pair en décembre. Il est retombé à la parité à la fin de janvier 1971 pour la dépasser à nouveau d'environ 0,2% au milieu d'avril. Il a encore légèrement renforcé sa position pendant la crise monétaire et, à la mi-mai, il se situait à près de 0,5% au-dessus de la parité. Le *schilling autrichien* s'est traité entre 0,4% au-dessus du pair et la limite supérieure d'intervention par rapport au dollar tout au long de 1970 et dans la première partie de 1971. Lors du déclenchement de la crise monétaire, le 3 mai, le cours au comptant est monté à 0,7% au-dessus de la parité. A la suite de la réévaluation de 5%, il est tombé tout près de son nouveau plancher d'intervention, soit à 1% environ en dessous de la parité. La *peseta espagnole* a régulièrement amélioré sa position pendant le premier semestre de 1970, passant de la parité par rapport au dollar à 0,6% au-dessus de ce niveau, autour duquel elle n'a oscillé que dans d'assez étroites limites depuis lors.

*Dollar canadien.* Il est possible que l'événement le plus important dans le domaine des changes, en 1970, ait été la décision annoncée par le gouvernement canadien, avec effet au premier juin, que «le Fonds de Stabilisation des Changes canadiens cesserait, pour le moment, d'acheter des dollars E.U. en quantité suffisante pour empêcher le cours de change du dollar canadien sur le marché de dépasser de plus de 1% sa parité de 92½ cents E.U.». En pratique cela signifiait que le Canada revenait, après un intervalle de huit ans, presque jour pour jour, à un régime de taux de change flottant. Sur le plan officiel toutefois, le nouveau système s'écarte des dispositions en vigueur de septembre 1950 à mai 1962, en ce sens que le dollar canadien a conservé cette fois la parité déclarée au F.M.I. de 92½ cents E.U.

Préalablement à la décision de laisser flotter son taux de change, le dollar canadien s'est, pendant les cinq premiers mois de 1970, tenu presque continuellement à sa limite supérieure alors en vigueur de 93¼ cents E.U., qui était à 0,8% au-dessus de la parité. A partir de juin 1970, le cours du comptant a progressivement monté pour dépasser de 6½% l'ancienne parité. Immédiatement après l'adoption des nouvelles mesures, le cours s'était établi entre 97 et 98 cents E.U.; cette fermeté initiale a toutefois été suivie d'une période marquée par des oscillations très sensibles, avant de se stabiliser à fin juin à un niveau légèrement au-dessus de 96½ cents E.U., correspondant à une appréciation d'environ 3½%. Au milieu du mois de juillet, le cours s'est à nouveau avancé pour dépasser 99 cents E.U. à la mi-septembre. A la fin de ce



mois, il est toutefois revenu à 98 cents E.U. environ pour fluctuer dans d'assez étroites limites aux alentours de ce niveau jusque vers la fin de l'année. Une nouvelle reprise s'est amorcée à la fin du mois de décembre, le cours montant à nouveau au-dessus de 99 cents E.U. à la dernière séance de l'année. Depuis lors, le cours au comptant a oscillé entre 99 et 99½ cents E.U., exception faite d'une pointe à plus de 99¾ cents E.U. à la fin de février 1971.

*Yen japonais.* Etant donné l'excédent persistant de la balance des paiements du Japon, le yen a fait assez bonne contenance par rapport au dollar E.U. pendant la majeure partie de la période sous revue. Pendant les quatre premiers mois de 1970, il s'est situé la plupart du temps dans le voisinage immédiat de la limite supérieure d'intervention par rapport au dollar sur le marché au comptant. A partir de la fin du mois d'avril, le cours s'est quelque peu détendu et, au milieu du mois de juillet, il était à peine au-dessus de la parité. En août, la monnaie japonaise s'est à nouveau rapidement raffermie, pour généralement osciller, à partir de cette époque, entre 0,6% au-dessus de la parité et le plafond d'intervention. Lors de la crise monétaire de mai, des entrées massives sont venues grossir les réserves japonaises et le yen a rejoint son cours plafond.

#### **Autres événements dans le domaine des changes.**

Au cours de la période sous revue, les taux de change en Europe ont connu plus de modifications que durant de nombreuses années. Si les changements les plus importants ont porté sur la hausse des taux de change de certaines grandes monnaies européennes par rapport au dollar, dans le sillage de la crise monétaire de mai 1971, on a également assisté à la dévaluation de la livre turque et du dinar yougoslave.

La réévaluation du franc suisse, qui est entrée en vigueur le 10 mai 1971, a été de 7,07%, la teneur en or du franc étant portée de 0,20322 à 0,21759 gramme. La nouvelle parité par rapport au dollar est de FS 4,0841 = \$E.U. 1 et les cours officiels acheteur et vendeur appliqués par la Banque Nationale au dollar sont désormais fixés à FS 4,01 et FS 4,16 respectivement, soit un écart de 3,67%.

Le schilling autrichien a été réévalué de 5,05% avec effet au 10 mai 1971 également. La teneur en or du schilling a été ainsi portée de 0,0341796 à 0,0359059 gramme. La nouvelle parité par rapport au dollar est de SCH 24,75 = \$E.U. 1 et la Banque Nationale d'Autriche a fixé les nouveaux cours officiels acheteur et vendeur du dollar à SCH 24,51 et SCH 24,99 respectivement. Par rapport aux anciens cours acheteur et vendeur de SCH 25,80 et SCH 26,20, ce relèvement représente un élargissement de la marge entre le schilling et le dollar de 0,77 à 0,97% de part et d'autre de la parité.

En Allemagne fédérale, la suspension des limites d'intervention par rapport au dollar, le 10 mai, s'est accompagnée d'un certain nombre de mesures destinées à décourager les entrées de fonds étrangers. A de rares exceptions près, le versement d'intérêt à des non-résidents sur leurs comptes auprès de banques allemandes, l'acquisition de titres du marché monétaire allemand par des non-résidents et le placement

en pension par les banques allemandes de valeurs à revenu fixe du marché intérieur auprès de banques étrangères ont tous été assujettis à autorisation préalable, étant entendu que, en règle générale, l'autorisation serait refusée. Aux Pays-Bas, il a été décidé, à la suite de l'adoption d'un cours flottant pour le florin, d'interdire la rémunération des dépôts à vue en florins de banques étrangères.

En Belgique, — l'autre pays européen sérieusement impliqué dans la crise monétaire de mai 1971 — les autorités ont maintenu, mais dans une forme modifiée, le système du double marché des changes en vigueur depuis de nombreuses années. Avec effet au 11 mai 1971, les deux marchés des changes ont été complètement séparés, le marché officiel étant réservé exclusivement aux opérations courantes et le marché financier — sur lequel la Banque Nationale de Belgique n'intervient pas pour empêcher une progression des cours au-delà des limites autorisées par le F.M.I. — ayant le monopole des autres transactions. En outre, les résidents de l'U.E.B.L. ne sont plus autorisés, sauf pour de très faibles montants, à recevoir des versements anticipés de non-résidents par l'intermédiaire du marché des changes officiel; de même, les banques de l'U.E.B.L. ne peuvent pas ouvrir à des non-résidents des comptes convertibles à terme et à préavis ni rémunérer les comptes étrangers à vue convertibles.

Enfin, en liaison avec la récente crise monétaire, les autorités françaises ont pris les dispositions requises pour imposer, le cas échéant, des obligations de réserve allant jusqu'à 100% des exigibilités des banques commerciales envers des non-résidents et limiter, ou interdire, la rémunération de ces dépôts.

La livre turque a été dévaluée de 40% avec effet au 10 août 1970. Sa teneur en or a été réduite de 0,0987412 à 0,0592447 gramme, tandis que la parité par rapport au dollar est passée de £T 9 = \$E.U. 1 à £T 15 = \$E.U. 1. En même temps, le système des taux de change a été quelque peu simplifié. La nouvelle parité s'applique à toutes les transactions, à l'exception de la conversion du produit en devises de certaines exportations traditionnelles de produits agricoles, pour lesquelles est appliqué un taux de £T 12 = \$E.U. 1. Auparavant, en plus du taux de change officiel, il y avait en fait trois autres taux, s'échelonnant entre £T 11,25 et £T 13,5 = \$E.U. 1, appliqués à différentes catégories de transactions invisibles. En plus de la dévaluation et de la réduction du nombre des taux de change, les taux des dépôts de garantie que les importateurs sont obligés de constituer en monnaie nationale, et qui s'étagent de 1 à 120%, ont subi une réduction générale de moitié, encore que l'incidence de cette mesure ait été en grande partie compensée par la dévaluation, et le droit de timbre appliqué aux importations a été ramené de 25 à 10%.

Le 23 janvier 1971, le dinar yougoslave a été dévalué de 16,67%. La nouvelle parité par rapport au dollar est de Din. 15 = \$E.U. 1 contre Din. 12,5 précédemment, tandis que la nouvelle teneur en or du dinar est de 0,0592447 gramme. Parallèlement à la dévaluation, il a été décidé d'abolir le système du dépôt à l'importation mis en place en octobre 1970 au taux de 50%, et abaissé à 20% par la suite, et de ramener de 5 à 2% le taux de la taxe générale à l'importation, introduite en juillet 1970.

Parmi les autres modifications intervenues dans le domaine des changes en Europe, au cours de la période sous revue, il y a lieu de relever l'abolition progressive

d'un certain nombre de restrictions importantes, en particulier en France et au Royaume-Uni. A signaler en revanche dans certains cas l'application de nouvelles mesures restrictives.

En France, les autorités ont poursuivi l'assouplissement, amorcé peu de temps après la dévaluation, du contrôle des changes appliqué dans le sillage de la crise de mai-juin 1968. En premier lieu, l'obligation imposée aux banques commerciales françaises de constituer auprès de la Banque de France, en contrepartie de leurs créances nettes en devises sur l'étranger, des dépôts dont le pourcentage avait été ramené de 100 à 50% en avril 1970, a été supprimée en juin de la même année. Par ailleurs, en août 1970, toutes les restrictions au rachat de billets de banque français par les banques françaises à leurs correspondants étrangers au taux officiel ont été levées. Cette mesure a permis de faire disparaître la décote que faisaient ressortir les cours du billet sur les marchés internationaux. Enfin, l'allocation en devises accordée aux résidents se rendant à l'étranger pour des séjours touristiques a été relevée en deux étapes, en août 1970 et en mars 1971, et portée de FF 1.000 par an à FF 2.000 par voyage, dans la limite de deux voyages annuels. De plus, en août 1970, le montant maximum de billets français que les résidents peuvent emporter à l'étranger a été relevé de FF 200 à FF 500 et l'allocation journalière de base, pour les déplacements professionnels, a été portée de FF 200 à FF 400, avec un plafond de FF 4.000 par voyage. Des assouplissements ont également été apportés à la réglementation des transferts de fonds à l'étranger à des fins d'investissement. En août 1970, la fraction des dépenses d'investissement à l'étranger que les entreprises pétrolières et minières françaises sont autorisées à financer sur des ressources internes a été portée de 50 à 66% ; enfin, en janvier 1971, le montant maximum que les entreprises industrielles et commerciales françaises sont autorisées à transférer automatiquement à l'étranger chaque année, pour le financement de leurs implantations industrielles et commerciales hors des frontières, a été porté de FF 2,5 millions à FF 5 millions ou à un montant correspondant aux bénéfices rapatriés par les filiales.

Au Royaume-Uni également, un certain nombre de mesures d'assouplissement du contrôle des changes ont été prises. La plus importante est peut-être l'abandon progressif, au cours de 1970, du régime du dépôt préalable à l'importation, dont le taux, qui avait déjà été réduit de 50 à 40% en décembre 1969, a été abaissé une nouvelle fois à 30% en mai et à 20% en septembre. Ce régime a été totalement abrogé le 4 décembre 1970, soit un peu plus de deux ans après sa mise en application.

En outre, les conditions dans lesquelles les résidents du Royaume-Uni peuvent se livrer à des investissements à l'étranger dont le financement par l'intermédiaire du marché des changes officiel n'est pas autorisé, ont été assouplies de différentes façons. En premier lieu, au mois d'août 1970, le marché de la «property currency» (devises provenant de la cession de biens immobiliers) a été fusionné avec celui, plus vaste, de l'«investment currency» (devise-investissement), sur lequel sont négociés 75% du produit des ventes par les résidents du Royaume-Uni de leurs autres avoirs détenus en dehors de la zone sterling. En second lieu, il a été décidé en septembre de relever de 10 à 20% la fraction du total du portefeuille de titres étrangers que les investisseurs institutionnels britanniques sont autorisés à placer en «offshore funds» (fonds communs de placement internationaux) dont les opérations d'arbitrage en

titres étrangers ne sont pas assujetties à la clause prévoyant que, d'une façon générale, 25% du produit de la vente de titres en monnaies étrangères doivent être cédés sur le marché des changes officiel. Enfin, en décembre, les facilités offertes aux résidents britanniques pour leur permettre d'effectuer des emprunts en devises à l'étranger à des fins de placement en titres étrangers, qui étaient réservées jusqu'à présent aux seuls investisseurs institutionnels, ont été étendues aux banques, agents de change et autres professionnels de la gestion de portefeuille. Simultanément, la durée limite des emprunts en monnaies étrangères, fixée précédemment à 5 ans, a été supprimée.

A la différence de ces mesures d'assouplissement, la réglementation des emprunts à l'étranger effectués par des résidents britanniques aux fins d'utilisation à l'intérieur du Royaume-Uni a été renforcée en janvier 1971, comme il est mentionné à la page 31.

En Italie, la modification la plus importante intervenue en matière de change concerne la normalisation du délai maximum autorisé pour le rapatriement des recettes d'exportation. Ce délai, qui avait été ramené de 12 à 4 mois au début de 1970, a été de nouveau porté à 1 an en janvier 1971. Le délai maximum autorisé pour le règlement anticipé des importations reste toutefois fixé à 30 jours.

En Suède, la réglementation des achats, par des résidents, d'actions suédoises conservées à l'étranger et l'exportation de capitaux par des émigrants ont été libéralisées en avril 1971. En revanche, le montant des devises allouées aux résidents à des fins d'achats de résidences secondaires à l'étranger a été ramené de KRS 75.000 à KRS 40.000.

En Norvège, de nouvelles directives sur les positions en devises des banques ont été appliquées en juillet 1970. D'une façon générale, les banques ne sont plus autorisées depuis lors à accroître leurs actifs nets en devises au-delà du montant de fin janvier 1970 et, dans certains cas, elles ont dû les ramener en dessous de ce niveau. Les banques dont la position nette était débitrice en janvier 1970 ont été autorisées à constituer une légère position créditrice nette. En même temps, il a été demandé au système bancaire de ne pas développer ces engagements en devises envers les banques étrangères au-delà du niveau de fin mars 1970 sans autorisation préalable de la Banque de Norvège.

En Finlande, à l'effet de ralentir la progression des importations, il a été décidé, en novembre 1970, que le règlement d'importations frappant une série de marchandises, qui entrent pour un quart environ dans le total des achats à l'étranger, devrait être effectué avant dédouanement.

En Espagne, le système du dépôt à l'importation mis en place en décembre 1969, pour une période d'un an, a été prorogé à la fin de l'année dernière, pour une période de 6 mois allant jusqu'à fin juin 1971. Le taux des dépôts a toutefois été réduit en janvier 1971 de moitié, et ramené à 10%.

Au Portugal, certaines limites ont été assignées en février 1971 aux positions créditrices nettes en devises des banques commerciales. Aux termes de cette réglementation, les avoirs étrangers des banques sous forme de dépôts à vue ou d'investissements d'une durée maximum d'un an, déduction faite des exigibilités à échéance allant jusqu'à 6 mois envers l'étranger, ne peuvent dépasser 5% du total de leur passif.

En Grèce, les autorités se sont efforcées, à la fin de 1970, d'attirer des devises vers le système bancaire grec et d'encourager en particulier les ressortissants grecs à l'étranger à conserver une part plus grande de leur épargne en Grèce. Les banques grecques agréées sont désormais autorisées à rémunérer les dépôts à terme en devises constitués auprès d'elles par des non-résidents, et cela à des taux supérieurs à ceux qui sont appliqués aux dépôts correspondants en monnaie nationale.

Aux Etats-Unis, un certain nombre d'assouplissements secondaires ont été effectués dans le cadre du programme de redressement de la balance des paiements au cours de la période sous revue. En janvier 1971, le Federal Reserve Board a exclu des directives officielles de caractère volontaire sur les investissements et les prêts des banques américaines à l'étranger les achats d'obligations et d'effets émis par des institutions internationales dont les Etats-Unis sont membres, ainsi que les crédits à court terme à l'exportation accordés à des résidents de pays industrialisés d'Europe occidentale. En même temps, dans le cadre des mesures d'assouplissement des contrôles réglementaires des investissements directs à l'étranger, il a été décidé de porter de \$1 million à \$2 millions par an le montant maximum des investissements libres, et de relever de 30 à 40% le pourcentage des revenus annuels de l'exercice précédent que les filiales des sociétés américaines peuvent conserver à l'étranger. Avec effet au 1er avril 1971, la taxe d'égalisation des taux d'intérêt appliquée aux achats de valeurs étrangères par les résidents américains a été prorogée de deux ans. En ce qui concerne l'achat d'obligations étrangères, la taxe équivaut à un taux d'intérêt annuel de 0,75%, et de 11,25% pour les acquisitions d'actions.

Au Canada, mis à part la décision prise en juin 1970 de laisser flotter le dollar, la seule mesure d'importance dans le domaine des changes a été l'extension aux transactions en dollars canadiens des directives appliquées en 1968 aux positions nettes en devises des banques envers les résidents de pays autres que le Canada et les Etats-Unis. A partir de mars 1971 par conséquent, les banques canadiennes ne sont plus autorisées à accroître leurs créances nettes en dollars canadiens sur les résidents de pays autres que le Canada et les Etats-Unis. L'objet de cette réglementation est d'éviter que des fonds ne soient, par l'intermédiaire du Canada, acheminés depuis les Etats-Unis vers d'autres pays et en particulier vers les pays européens.

Au Japon, un certain nombre de mesures ont été prises pour favoriser les opérations à l'étranger des entreprises nationales. En août 1970, les limitations appliquées aux transactions des filiales étrangères des banques japonaises ont été considérablement assouplies; en septembre 1970, le plafond des investissements directs à l'étranger automatiquement approuvés a été relevé de \$0,2 million à \$1 million par projet; par ailleurs, en mai 1971, les commerçants japonais et les autres organisations industrielles et commerciales ont été autorisés a) à conserver pendant 6 mois, au lieu de 20 jours seulement, les recettes d'exportation destinées au règlement des importations et, b) à détenir tous montants de fonds de roulement qu'elles désirent auprès de leurs filiales ou succursales à l'étranger. L'investissement étranger au Japon a également été libéralisé pendant la période sous revue, et cela à double titre. En septembre 1970, le nombre de sociétés industrielles japonaises dans lesquelles les investissements directs étrangers sont autorisés, soit sans limitation, soit jusqu'à concurrence de 50% du

total de leurs fonds propres, a été augmenté de 300 unités; en même temps, le montant maximum des investissements que les non-résidents peuvent effectuer sans autorisation, dans des sociétés japonaises non soumises à limitation, par voie d'achats de titres en bourse, a été relevé de 20% à un peu moins de 25%. Enfin, en mai 1971, l'allocation en devises accordée aux touristes japonais se rendant à l'étranger a été relevée de \$1.000 à \$3.000 par voyage.

Etant donné l'ampleur de l'excédent des comptes extérieurs du Japon, les autorités de ce pays ont été amenées récemment à prendre certaines mesures en vue de limiter les entrées de capitaux. Pour l'exercice budgétaire commençant en avril 1971, il a été décidé, en principe, de ne pas autoriser l'émission d'obligations japonaises sur les marchés financiers étrangers dans le cas où le produit de ces opérations serait destiné à être converti en yens. Puis, lorsque en mai les entrées de fonds au Japon ont revêtu un caractère en partie spéculatif, les achats par des non-résidents d'actions ou d'obligations japonaises non inscrites à la cote ont été momentanément interdits; en outre, les banques japonaises n'ont plus eu le droit de collecter des ressources étrangères, ni d'accorder leur garantie aux emprunts à l'étranger de sociétés japonaises; ces dernières ont été invitées, en outre, à ne pas accorder dans la mesure du possible leur garantie sur les emprunts en devises de leurs filiales à l'étranger.

Au Viêt-Nam du Sud, une dévaluation partielle est entrée en vigueur en octobre 1970. Depuis lors, un taux de VN \$275 = \$E.U. 1, contre VN \$118 = \$E.U. 1 précédemment, s'applique à toutes les recettes d'exportation, à certaines importations, à la conversion de la solde des troupes alliées et à certaines autres transactions invisibles. L'ancien taux est toujours appliqué à la majeure partie des importations ainsi qu'à un certain nombre de transactions invisibles.

En décembre 1970, l'Indonésie a adopté en définitive un taux de change unitaire, en appliquant aux importations de marchandises et de services connexes réglés avec le produit de l'aide étrangère le taux de RPH 378 = \$E.U. 1 utilisé pour toutes les autres transactions, au lieu du taux de RPH 326 = \$E.U. 1 précédemment en vigueur.

En Amérique latine, le Brésil a continué d'opérer des ajustements en baisse légers et fréquents du taux de change libre, qui s'applique à la plus grande partie des transactions. Au cours des douze mois se terminant à la mi-mai 1971, le taux a été abaissé à neuf reprises, à concurrence de 12% au total, passant de \$CR 4,56 à \$CR 5,19 pour \$E.U. 1, soit à peu près le même taux de dépréciation qu'au cours des 12 mois précédents. Au Chili, en revanche, le pourcentage de dévalorisation de l'escudo a été nettement plus faible pendant la période sous revue. Sur le marché officiel, sur lequel sont traitées toutes les opérations commerciales, le taux a fléchi de 7% pendant l'année se terminant en mai 1971, contre 24% au cours des douze mois précédents. En fait, le glissement de l'escudo s'est arrêté en juillet 1970, date à laquelle les taux du marché officiel et du marché libre se sont stabilisés à respectivement \$CH 12,23 et \$CH 14,35 = \$E.U. 1. Cette stabilité s'est toutefois opérée au détriment des réserves de change qui ont accusé un recul considérable. En outre, en septembre 1970, une taxe de 50% a été appliquée aux achats de devises destinées à des voyages à l'étranger et, en janvier 1971, le montant que les résidents pouvaient conserver en devises sur les revenus de leurs avoirs à l'étranger a été soumis à limitation. En juin 1970, et pour



la première fois depuis plus de 3 ans, l'Argentine a dévalué sa monnaie de 12½%, de M\$N 3,5 à M\$N 4 pour un \$E.U. 1. Plus récemment, les autorités semblent s'être acheminées vers un système de taux de change «glissant» semblable à celui en vigueur au Brésil, étant donné que deux nouveaux ajustements de faible amplitude ont été effectués en avril et en mai 1971, ramenant le taux à M\$N 4,12 = \$E.U. 1. En Equateur, la monnaie a été dévaluée de 28% en août 1970, la parité déclarée au F.M.I. passant de SUC 18 à SUC 25 = \$E.U. 1. En même temps, il a été procédé à l'unification du système du double taux de change appliqué jusqu'alors. Presque immédiatement après, l'Equateur a accepté les obligations stipulées à l'article 8 des statuts du Fonds. En Uruguay, si le taux de change officiel (\$UR 250 = \$E.U. 1) et le taux du marché libre – pratiquement identique – n'ont pas subi de modification, le peso s'est déprécié très fortement sur le marché parallèle sous la pression de l'inflation interne. En avril 1971, les autorités ont suspendu temporairement toutes les ventes de devises à des résidents, à l'exception de celles qui étaient requises pour le règlement des importations de marchandises périssables, ainsi que de très faibles montants destinés au tourisme. Cette mesure a été suivie en mai de dispositions qui reviennent à introduire un système de taux de change multiple – impliquant une dévaluation partielle du peso – aux termes duquel les résidents doivent payer des «commissions», allant de \$UR 50 à \$UR 100 par dollar, sur leurs achats de devises destinées à financer un certain nombre de transactions invisibles.

## V. LE MARCHÉ DES EURO-MONNAIES.

*Evolution générale.* En dépit des remboursements importants effectués par les banques américaines sur le marché des euro-monnaies, ce dernier a continué de se développer à un rythme fort rapide en 1970. Les avoirs extérieurs, en sept monnaies étrangères, des banques des huit pays d'Europe qui communiquent des renseignements à la B.R.I. (ci-après: les «banques recensées») se sont accrus de \$19,4 milliards et leurs engagements de \$18,2 milliards. Abstraction faite des duplications d'écritures imputables aux dépôts successifs de banque à banque, mais compte tenu des positions à l'égard des résidents du secteur non bancaire, on peut estimer que l'encours des crédits en devises accordés par le canal de ces banques est passé d'environ \$44 milliards à \$57 milliards. Cette progression d'environ 30% s'ajoute à une expansion de près de 50% enregistrée en 1969. La composante-dollar est passée, d'après les estimations, de \$37,5 milliards à \$46 milliards.

On aurait pu penser que le marché des euro-monnaies, vu l'aisance monétaire qui a régné l'an dernier aux Etats-Unis, aurait pour le moins cessé de se développer sensiblement, ou même que ses dimensions se seraient effectivement réduites. Aucune de ces deux hypothèses ne s'est vérifiée. Au contraire, non seulement le marché a trouvé d'autres débouchés pour les fonds qui lui ont été renvoyés depuis les Etats-Unis, mais il a encore accru dans de fortes proportions le total de ses prêts. Cette nouvelle extension a été rendue possible, dans une large mesure, par le niveau élevé des taux d'intérêt pratiqués l'an dernier sur les marchés intérieurs des pays autres que les Etats-Unis, et notamment en Europe. Ainsi, les écarts de taux entre les Etats-Unis et l'Europe ont continué de jouer un rôle important dans l'expansion du marché, à la seule différence que la demande de capitaux, au lieu d'avoir son origine aux Etats-Unis comme c'était le cas en 1969, est venue cette fois d'Europe.

En 1969, le volume des apports de capitaux au marché avait été supérieur à celui des prélèvements opérés par les banques des Etats-Unis; d'une façon analogue, en 1970, les nouveaux prêts accordés en euro-monnaies hors des Etats-Unis ont largement dépassé le montant des fonds qui ont été renvoyés au marché par les banques américaines. Cela montre clairement qu'il n'existe pas une masse fixe de ressources à la disposition du marché, allant d'un pays à l'autre selon les fluctuations, sur le plan géographique, de la demande de crédit, mais plutôt que le marché est en mesure de développer ses propres ressources, en attirant des capitaux provenant des places financières nationales, pour satisfaire la demande de n'importe quel emprunteur disposé à en payer le prix.

Aussi bien du côté de l'offre que de celui de la demande, l'expansion du marché a eu l'an dernier des origines différentes de celles de 1969. En ce qui concerne l'offre, on relève deux différences principales. En premier lieu, la part des monnaies autres que le dollar dans les ressources nouvelles obtenues par le marché s'est très sensiblement accrue, passant de 15% à un peu plus de 30%, sur la base de chiffres bruts. Cette progression a été, dans une large mesure, le fait du deutsche mark, le rendement

des dépôts en euro-deutsche marks sans couverture à terme ayant été plus élevé en moyenne qu'en 1969. D'autre part, alors que les taux d'intérêt exceptionnellement élevés servis par les euro-banques avaient, en 1969, attiré directement dans le compartiment dollar du marché un volume inhabituel de fonds d'origine non bancaire, une grande partie des ressources nouvelles a été apportée l'an dernier par les banques. Cette évolution est en particulier la conséquence de la progression importante du volume des fonds placés sur l'euro-marché, dans de nombreuses parties du monde, par des organismes monétaires officiels, dont les réserves de dollars avaient fortement augmenté à un moment où le marché monétaire américain était dans l'incapacité de rémunérer leurs avoirs en dollars à des taux concurrentiels, comme il l'avait fait en 1969.

Du côté de la demande, l'année 1970 a été marquée par le fait que le secteur non bancaire, notamment en Europe, a pris le relais des banques des Etats-Unis en tant que principal emprunteur. Etant donné les conditions difficiles d'accès au crédit qui régnaient en Europe et les restrictions imposées à la distribution du crédit bancaire dans l'économie de la plupart des pays européens, sous forme d'un plafonnement des encours ou d'un relèvement des coefficients de réserves supplémentaires assises sur les emprunts en devises du système bancaire, on a assisté, pour la première fois dans l'histoire du marché, à une expansion prodigieuse des prêts directs à des sociétés autres que des banques. Le recours de ces entreprises aux emprunts en euro-monnaies, en particulier dans les pays qui n'appliquent pas de contrôle des changes, a mis en péril l'efficacité des restrictions de crédit à l'économie interne, et cette menace n'a pas toujours pu être conjurée par une action compensatrice des autorités monétaires sur le plan national. D'autre part, cet élargissement des contacts directs des euro-banques avec la clientèle non bancaire semble avoir déterminé une extension de la « transformation » engendrée par le marché des euro-monnaies. Il convient aussi de considérer un autre aspect de ce déplacement de la demande d'euro-dollars au détriment des banques des Etats-Unis : alors qu'en 1969 l'euro-marché avait tendance à devenir de plus en plus un prolongement du système bancaire américain, les succursales étrangères des banques américaines ont, en 1970, perdu dans une certaine mesure l'initiative, qui a été reprise par les autres banques opérant sur le marché. Enfin, du côté de la demande également, la part des monnaies autres que le dollar dans le développement du marché s'est sensiblement accrue entre 1969 et 1970, passant de 15% à près de 35%.

*Positions globales.* Après s'être accrus respectivement de \$24,8 milliards et \$23 milliards en 1969, les engagements et les avoirs extérieurs en monnaie nationale et en monnaies étrangères des banques des huit pays européens recensés ont encore augmenté en 1970, de \$22,6 milliards pour les premiers et de \$21,1 milliards pour les seconds. Comme l'année précédente, cette expansion a porté en majeure partie sur les monnaies étrangères, alors que les engagements en monnaie nationale n'ont progressé que de \$4,2 milliards, pour atteindre \$18,7 milliards, et les avoirs de \$1,2 milliard seulement, pour atteindre \$9,7 milliards. L'accroissement des avoirs extérieurs en monnaie nationale a été principalement le fait de la Suisse (+\$1,3 milliard); quant aux engagements, les augmentations les plus importantes ont été enregistrées par la Suisse (+\$1,6 milliard), l'Allemagne fédérale (+\$1,3 milliard), le Royaume-Uni (+\$0,6 milliard) et la France (+\$0,4 milliard).

**Positions extérieures en dollars et en certaines autres monnaies  
étrangères des banques européennes recensées.**

A la fin de	Dollars			Autres monnaies étrangères*					
	A l'égard du secteur		Total	A l'égard du secteur		Total*	Dont		
	bancaire	non bancaire		bancaire	non bancaire		deutsche marks	francs suisses	livres sterling
	en millions de dollars E.U.								
Engagements									
1966 décembre	10.640	4.130	14.770	3.060	510	3.570	970	1.220	710
1967 juin	10.840	4.090	14.930	3.610	510	4.120	1.470	1.300	950
1967 décembre	13.440	4.680	18.120	3.680	470	4.150	1.670	1.400	800
1968 juin	15.990	6.390	22.380	4.890	700	5.590	2.180	2.030	1.020
1968 décembre	20.630	6.240	26.870	5.620	1.040	6.660	3.010	2.290	800
1969 mars	22.280	7.600	29.880	6.490	930	7.420	3.060	2.800	900
1969 juin	29.270	8.690	37.960	7.790	1.320	9.110	4.260	3.290	910
1969 septembre	31.580	9.960	41.540	8.600	1.340	9.940	4.800	3.790	760
1969 décembre	35.740	10.460	46.200	8.850	1.320	10.170	4.640	4.030	810
1970 mars	34.950	11.100	46.050	9.660	1.370	11.030	4.420	4.970	970
1970 juin	38.440	11.000	49.440	11.040	1.660	12.700	5.550	5.350	950
1970 septembre	39.460	10.770	50.230	12.410	2.210	14.620	6.830	5.740	940
1970 décembre	47.460	11.240	58.700	13.550	2.320	15.870	8.080	5.720	940
Avoirs									
1966 décembre	13.970	2.100	16.070	3.150	690	3.840	1.420	930	800
1967 juin	13.930	2.650	16.580	3.670	810	4.480	1.670	830	1.340
1967 décembre	16.460	3.430	19.890	3.720	850	4.570	2.060	1.110	870
1968 juin	21.240	4.320	25.560	4.200	1.340	5.540	2.730	1.570	600
1968 décembre	25.280	5.150	30.430	5.480	1.500	6.980	3.920	1.820	610
1969 mars	28.420	5.230	33.650	5.380	1.670	7.050	4.020	1.850	590
1969 juin	36.340	5.940	42.280	6.700	2.030	8.730	5.380	2.010	670
1969 septembre	38.710	6.110	44.820	7.850	2.520	10.370	6.980	2.240	630
1969 décembre	41.540	6.090	47.630	8.030	2.160	10.190	5.990	2.980	580
1970 mars	40.210	6.760	46.970	8.820	2.470	11.290	6.270	3.490	880
1970 juin	43.470	6.560	50.030	9.560	2.980	12.540	6.850	3.930	710
1970 septembre	43.040	9.690	52.730	10.780	3.760	14.540	8.140	4.540	640
1970 décembre	48.520	11.850	60.370	12.410	4.480	16.890	10.110	5.080	610
Position nette									
1966 décembre	3.330	-2.030	1.300	90	180	270	450	-290	90
1967 juin	3.090	-1.440	1.650	60	300	360	200	-470	390
1967 décembre	3.020	-1.250	1.770	40	380	420	390	-290	70
1968 juin	5.250	-2.070	3.180	-690	640	-50	550	-460	-420
1968 décembre	4.650	-1.090	3.560	-140	460	320	910	-470	-190
1969 mars	6.140	-2.370	3.770	-1.110	740	-370	960	-950	-310
1969 juin	7.070	-2.750	4.320	-1.090	710	-380	1.120	-1.280	-240
1969 septembre	7.130	-3.850	3.280	-750	1.180	430	2.180	-1.550	-130
1969 décembre	5.800	-4.370	1.430	-820	840	20	1.350	-1.050	-230
1970 mars	5.260	-4.340	920	-840	1.100	260	1.850	-1.480	-90
1970 juin	5.030	-2.440	2.590	-1.480	1.320	-160	1.300	-1.420	-240
1970 septembre	3.580	-880	2.700	-1.630	1.550	-80	1.310	-1.200	-300
1970 décembre	1.060	610	1.670	-1.140	2.160	1.020	2.030	-640	-330

\* Y compris, en plus des monnaies indiquées séparément, les francs français, les florins et les liras.

L'expansion des positions extérieures en dollars des banques européennes recensées s'est ralentie l'an dernier, pour ne représenter que \$12,5 milliards, contre \$19,3 milliards en 1969 pour les engagements, et \$12,7 milliards, contre \$17,2 milliards pour les avoirs. La légère progression des avoirs nets, soit \$0,2 milliard, tient au fait

que les placements de la Banque des Règlements Internationaux (B.R.I.) en euro-monnaies sont compris dans les avoirs des banques suisses; s'il n'en avait pas été tenu compte, on aurait enregistré un accroissement des engagements, en chiffres nets, traduisant des conversions de dollars en d'autres devises et des prêts en dollars à des résidents. Les différences par rapport à 1969 ont été sensibles en ce qui concerne non seulement l'ampleur, mais également la nature des variations des avoirs et engagements bruts en dollars. Etant donné que le centre principal des emprunts en euro-dollars s'est déplacé des banques des Etats-Unis vers les entreprises européennes, la progression des créances en dollars sur les banques est revenue de \$16,3 milliards à \$7 milliards, tandis que les créances sur le secteur non bancaire, qui ne représentaient en 1969 que 5% de l'accroissement du total des créances en dollars, ont progressé en 1970 de \$5,8 milliards, soit six fois plus que l'année précédente. Du côté des origines, on a plutôt constaté une évolution inverse. Les engagements en dollars à l'égard du secteur non bancaire, qui s'étaient développés en 1969 de \$4,2 milliards, en raison du niveau très élevé des taux d'intérêt offerts et de la faiblesse du marché financier, n'ont accusé qu'une légère augmentation de \$0,8 milliard.

Contrairement à l'évolution du compartiment dollar du marché, l'expansion des positions extérieures des banques dans les six autres monnaies recensées a été beaucoup plus forte qu'en 1969. Les engagements et les avoirs, après s'être accrus respectivement de \$3,5 milliards et de \$3,2 milliards en 1969, ont progressé de \$5,7 milliards et \$6,7 milliards. Les engagements à l'égard du secteur non bancaire ont augmenté de \$1 milliard, pour s'élever à \$2,3 milliards, alors que les créances sur ce secteur ont plus que doublé, pour atteindre \$4,5 milliards. Les prêts accordés à l'Allemagne fédérale ont constitué le facteur le plus important de cette évolution. En effet, le deutsche mark est intervenu, à lui seul, à raison d'environ 60% dans l'expansion des avoirs et engagements en devises autres que le dollar; le franc suisse se classe ensuite avec 30%. La part de la livre sterling dans les positions globales en monnaies étrangères a continué de fléchir.

*Analyse par pays recensé.* Comme on pouvait s'y attendre, les banques les plus affectées par le ralentissement de la croissance du marché ont été, l'an dernier, celles du Royaume-Uni, dont les avoirs extérieurs en devises se sont renforcés de \$6,4 milliards contre \$11,8 milliards en 1969. Il est évident que les répercussions des remboursements opérés par les banques américaines ont été plus particulièrement ressenties par leurs succursales londoniennes, dont les nouveaux prêts en monnaies étrangères ont fléchi de \$7,8 milliards à \$1,3 milliard d'une année à l'autre. Les avoirs extérieurs en monnaies étrangères des autres banques du Royaume-Uni ont, en revanche, progressé plus rapidement qu'en 1969 (\$5,1 milliards, contre \$4 milliards). On se rendra compte à quel point le rôle joué par les agences londoniennes des banques américaines a changé d'une année à l'autre si l'on considère qu'après avoir, en 1969, cherché activement à se procurer, auprès d'autres banques du Royaume-Uni, des fonds d'origine étrangère destinés à leur siège, elles ont, l'an dernier, affecté la majeure partie des ressources collectées à l'étranger à des prêts à d'autres banques du Royaume-Uni. En conséquence, leur position créditrice nette sur l'étranger, qui s'était renforcée de \$0,8 milliard en 1969 pour s'établir à \$1,7 milliard, a été ramenée à zéro en 1970.

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

Pays	En fin de mois	Dollars E.U.			Autres monnaies <sup>1</sup>		
		En- gage- ments	Avoirs	Posi- tion nette	En- gage- ments	Avoirs	Posi- tion nette
		en millions de dollars E.U.					
Allemagne fédérale . . . . .	1969 décembre	2.000	1.670	— 330	90	120	30
	1970 mars	2.030	1.670	— 360	150	160	10
	juin	1.660	1.480	— 180	140	160	20
	septembre	1.980	1.670	— 310	180	190	10
	décembre	2.690	2.050	— 640	180	190	10
Belgique-Luxembourg . . . . .	1969 décembre	2.110	2.410	300	1.890	1.180	— 710
	1970 mars	2.090	2.390	300	1.950	1.340	— 610
	juin	2.600	2.800	200	2.420	1.970	— 450
	septembre	2.760	2.760	—	2.760	2.400	— 360
	décembre	3.730	3.330	— 400	3.020	2.900	— 120
France . . . . .	1969 décembre	5.310	5.430	120	2.180	1.540	— 640
	1970 mars	5.150	5.160	10	2.150	1.530	— 620
	juin	5.100	5.240	140	2.160	1.710	— 450
	septembre	5.410	5.200	— 210	2.350	1.980	— 370
	décembre	6.650	6.010	— 640	2.410	2.120	— 290
Italie . . . . .	1969 décembre	4.650	4.780	130	1.640	1.620	— 20
	1970 mars	4.110	4.160	50	1.540	1.770	230
	juin	4.410	4.330	— 80	1.550	1.880	330
	septembre	4.630	4.620	— 10	1.930	2.170	240
	décembre	6.930	6.650	— 280	2.440	2.670	230
Pays-Bas . . . . .	1969 décembre	1.590	2.140	550	980	700	— 280
	1970 mars	1.760	2.240	480	1.260	930	— 330
	juin	1.960	2.630	670	1.490	1.060	— 430
	septembre	1.840	2.820	980	1.910	1.270	— 640
	décembre	2.090	2.970	880	1.930	1.300	— 630
Royaume-Uni . . . . .	1969 décembre	25.780	25.260	— 520	2.710	3.230	520
	1970 mars	26.050	25.310	— 740	3.200	3.640	440
	juin	28.550	27.850	— 700	4.030	4.140	110
	septembre	28.590	27.680	— 910	4.450	4.730	280
	décembre	31.400	29.250	— 2.150	4.640	5.620	980
Suède . . . . .	1969 décembre	300	420	120	150	220	70
	1970 mars	300	400	100	230	290	60
	juin	340	460	120	240	300	60
	septembre	440	580	140	160	210	50
	décembre	320	520	200	150	200	50
Suisse <sup>2</sup> . . . . .	1969 décembre	4.460	5.520	1.060	530	1.580	1.050
	1970 mars	4.560	5.640	1.080	550	1.630	1.080
	juin	4.820	7.240	2.420	670	1.320	650
	septembre	4.580	7.600	3.020	880	1.590	710
	décembre	4.890	9.590	4.700	1.100	1.890	790
Total . . . . .	1969 décembre	46.200	47.630	1.430	10.170	10.190	20
	1970 mars	46.050	46.970	920	11.030	11.290	260
	juin	49.440	52.030	2.590	12.700	12.540	— 160
	septembre	50.230	52.930	2.700	14.620	14.540	— 80
	décembre	58.700	60.370	1.670	15.870	16.890	1.020
Canada . . . . .	1969 décembre	4.240	6.170	1.930	90 <sup>3</sup>	140 <sup>3</sup>	50
	1970 mars	4.360	6.090	1.730	100 <sup>3</sup>	130 <sup>3</sup>	30
	juin	4.850	6.450	1.600	140 <sup>3</sup>	130 <sup>3</sup>	— 10
	septembre	5.040	6.750	1.710	100 <sup>3</sup>	160 <sup>3</sup>	60
	décembre	5.370	7.430	2.060	130 <sup>3</sup>	170 <sup>3</sup>	40
Japon . . . . .	1969 décembre	3.810	5.470	1.660	330	360	30
	1970 mars	3.880	5.300	1.420	300	340	40
	juin	3.940	5.560	1.620	400	330	— 70
	septembre	3.950	6.250	2.300	310	350	40
	décembre	4.670	6.870	2.200	310	410	100

<sup>1</sup> Deutsche marks, francs français, florins, liras, livres sterling, francs suisses. <sup>2</sup> Y compris les avoirs et engagements de la B.R.I. en euro-monnaies. <sup>3</sup> Toutes les autres monnaies, mais principalement les livres sterling.

Un autre trait caractéristique a été la vive progression des prêts directs en devises des banques du Royaume-Uni au secteur non bancaire étranger. Après s'être très faiblement accrus en 1969, les avoirs à l'égard de ce secteur ont doublé, passant de \$5,6 milliards à \$11,3 milliards. A cause des remboursements effectués par les banques des Etats-Unis, les créances sur le système bancaire britannique ont augmenté de \$0,8 milliard seulement.

Le ralentissement de la croissance des avoirs extérieurs des banques britanniques peut être attribué entièrement aux avoirs en dollars qui, après s'être renforcés de \$10,3 milliards en 1969, n'ont augmenté que de \$4 milliards. La décélération du rythme de progression des engagements en dollars a, en revanche, été beaucoup moins marquée. En conséquence, la position débitrice nette en dollars des banques du Royaume-Uni envers l'étranger est passée de \$0,5 milliard à \$2,2 milliards; sur ce montant, \$1 milliard a servi à l'octroi de prêts nets en dollars à des résidents du secteur non bancaire et \$0,6 milliard, semble-t-il, à des conversions dans les principales autres euro-monnaies. Il apparaît, en revanche, que les banques du Royaume-Uni ont procédé à fort peu d'arbitrages en livres sterling. Afin d'étayer la politique de restriction du crédit à l'économie interne et d'éviter un gonflement exagéré de l'endettement à court terme en monnaies étrangères, les autorités ont, en janvier 1971, limité à une durée égale ou supérieure à cinq ans les emprunts en euro-monnaies effectués par des résidents britanniques pour utilisation au Royaume-Uni.

En *Allemagne fédérale*, malgré l'institution, à partir d'avril 1970, de réserves obligatoires complémentaires d'un montant égal à 30% de leurs nouveaux engagements à l'égard de l'étranger, les banques ont porté, l'an dernier, leur endettement extérieur net, en monnaie nationale et en monnaies étrangères, de \$2 milliards à \$3,7 milliards. Sur ce montant, une somme de \$1,4 milliard a pris la forme d'engagements en deutsche marks et représente seulement en partie des emprunts de banques allemandes en euro-monnaies. En fait, elle s'explique pour une fraction importante par l'utilisation croissante du deutsche mark en tant qu'instrument de réserve. Les engagements des banques allemandes à l'égard des autorités monétaires étrangères ont ainsi enregistré une augmentation de \$0,8 milliard en 1970, dont la majeure partie a apparemment porté sur les deutsche marks. Les engagements nets en monnaies étrangères ont enregistré une hausse de \$0,3 milliard seulement, pour atteindre \$0,6 milliard. Le secteur non bancaire a été de beaucoup le plus gros emprunteur d'euro-monnaies d'Allemagne fédérale en 1970, et ses emprunts n'apparaissent évidemment pas dans ces chiffres.

La position extérieure des banques exerçant leur activité en *Suisse*, y compris la position en euro-monnaies de la B.R.I., a continué de se renforcer à une allure très soutenue tout au long de l'année 1970. Leurs engagements en francs suisses à l'égard de l'étranger, ont augmenté de \$1,6 milliard et ceux en monnaies étrangères de \$1,1 milliard, contre un accroissement correspondant des avoirs de \$1,3 milliard et de \$4,6 milliards.

En *France*, les engagements extérieurs nets des banques ont progressé de \$0,7 milliard, pour atteindre \$1,8 milliard, la moitié de l'accroissement portant sur la monnaie

nationale. Dans le seul compartiment du dollar, la position nette à l'égard de l'étranger, qui était créditrice en 1969 pour \$0,1 milliard, s'est soldée l'an dernier par \$0,6 milliard d'engagements, tandis que, simultanément, ces banques comprimaient de \$0,6 milliard leurs dépôts en dollars auprès de la Banque de France. En revanche, les engagements extérieurs nets des banques françaises dans les autres monnaies étrangères recensées ont fléchi de \$0,3 milliard.

C'est en *Belgique-Luxembourg* que les banques, dont la position globale nette à l'égard de l'étranger a pourtant relativement peu changé, ont enregistré le plus fort pourcentage d'accroissement—70%—des avoirs et des engagements extérieurs en devises. Leur position extérieure nette en dollars, précédemment créditrice à concurrence de \$0,3 milliard, est devenue débitrice à raison de \$0,4 milliard, mais l'endettement net de ces banques en d'autres monnaies étrangères a fléchi de \$0,6 milliard. Les créances sur le secteur étranger autre que les banques, qui ont été essentiellement libellées en dollars et en deutsche marks, ont fait un bond qui les a portées de \$0,6 milliard à \$2,4 milliards.

En *Italie*, les accroissements enregistrés par les engagements et les avoirs extérieurs en devises des banques, à savoir \$3,1 milliards et \$2,9 milliards respectivement, sont intervenus pour la quasi-totalité pendant le quatrième trimestre de 1970; ces variations du dernier trimestre semblent avoir été liées pour une part importante à des opérations de fin d'année. Les prêts en devises à des résidents n'ont progressé que de \$0,2 milliard, pour atteindre \$2 milliards.

*Origines et utilisations.* Les tableaux des pages 200 et 202 retracent les origines et les utilisations des flux d'euro-monnaies. Les différences quant au champ d'application et à la conception des deux tableaux ont été décrites dans le Rapport annuel de l'an dernier (pages 203 et 205). Une innovation a été apportée cette année, à savoir l'incorporation dans le tableau de la page 200 d'une estimation du volume global de l'ensemble des monnaies recensées. Certes, du fait que les données sont moins complètes pour les autres monnaies que pour le dollar, leur prise en compte complique la tâche d'estimation de la dimension du marché et élargit inévitablement la marge intrinsèque d'erreur. Cependant, eu égard à l'importance quantitative des flux en euro-deutsche marks et en euro-francs suisses en 1970, une ventilation en fonction du seul dollar n'aurait pas été entièrement satisfaisante.

Trois points méritent d'être soulignés au sujet des chiffres du tableau de la page 200. En premier lieu, ces résultats ont été obtenus en traitant tous les engagements et avoirs vis-à-vis de l'extérieur comme des sources initiales et des utilisations finales de fonds en euro-monnaies. Il n'a donc été procédé à aucune défalcation dans le cas où des ressources prêtées à des banques extérieures à la zone des huit pays ont été redéposées par elles auprès de banques de la zone. En second lieu, les chiffres relatifs à la section «Dollars» du tableau, que ce soit sous la rubrique des engagements ou sous celle des avoirs, englobent l'ensemble des flux de crédit en euro-dollars, même lorsqu'ils ne figurent en dollars que sur un côté du bilan des banques recensées. C'est ainsi que les fonds reçus sous la forme de dollars, mais convertis par les banques en deutsche marks, seraient également inclus du côté des emplois de dollars, sous la rubrique «Secteur bancaire».



Enfin, il est nécessaire d'insister sur le fait que, contrairement à ce qui est parfois supposé, la dimension de la composante-dollar du marché des euro-monnaies n'est pas limitée par le total des engagements liquides des banques américaines envers les non-résidents. En réalité, à la fin de 1970, le premier chiffre s'élevait à \$46 milliards, alors que le second n'était que de \$42,7 milliards. En outre, le chiffre de \$42,7 milliards comprend un volume substantiel d'avoirs en dollars conservés directement aux Etats-Unis par des non-résidents autres que les euro-banques, en particulier par des autorités monétaires étrangères. Le marché des euro-monnaies est essentiellement un véhicule pour les flux de capitaux internationaux. La composante-dollar du marché, telle qu'elle est établie dans le tableau de la page 200, représente simplement le montant cumulé des flux en dollars qui ont transité par les banques des huit pays d'Europe considérés. Le fait que ces flux soient libellés en dollars ne les différencie pas des autres courants de capitaux, du point de vue de leur relation avec les engagements extérieurs à vue notifiés par les banques américaines. En particulier, les flux de capitaux en dollars entre pays autres que les Etats-Unis — qui ont constitué la plus grande partie de l'encours en euro-dollars à la fin de 1970 — n'exercent, d'une façon générale, aucune influence sur le volume des engagements liquides des Etats-Unis, mais uniquement sur leur répartition entre les différents pays.

Déduction faite des doubles emplois — qui se produisent lorsque les flux de crédit transitent par plus d'une banque recensée lors de leur cheminement depuis les fournisseurs initiaux jusqu'aux utilisateurs finaux — le volume global des crédits en euro-monnaies canalisés par les banques des huit pays européens est passé, estime-t-on, de \$44 milliards environ à la fin de 1969 à près de \$57 milliards un an plus tard. Cet accroissement de \$13 milliards a été réalisé malgré le fléchissement de \$3,7 milliards des créances sur les Etats-Unis. Les remboursements effectués en cours d'année par les banques américaines auprès de leurs succursales à l'étranger, qui ont atteint \$5,1 milliards, ont été supérieurs de \$1,4 milliard à cette réduction du montant global des créances des banques recensées sur les résidents américains; il est probable que la différence entre ces deux variations reflète en partie les emprunts en euro-dollars contractés par des résidents américains du secteur non bancaire, comme semblent le confirmer du reste les statistiques sur la balance des paiements des Etats-Unis, qui font apparaître un accroissement de \$1,1 milliard des engagements du secteur non bancaire des Etats-Unis envers le Royaume-Uni.

La réduction des avoirs sur les Etats-Unis a été plus que compensée par une expansion de \$7 milliards des créances envers le reste de la zone extérieure aux huit pays, qui a été ainsi deux fois et demie plus forte qu'en 1969, époque durant laquelle la demande des banques américaines atteignit un niveau tel qu'elle limita les possibilités d'accès au marché des autres emprunteurs. Pour plus de 90%, cette progression a résulté d'opérations libellées en dollars, et elle est intervenue à concurrence de 60% au cours du deuxième semestre. En outre, tout porte à croire qu'une fraction importante de ce montant a représenté des prêts au secteur non bancaire. Les créances sur les «Autres pays d'Europe occidentale» ont augmenté de \$1,3 milliard, tandis que celles vis-à-vis du Canada et de l'Amérique latine ont marqué une avance de \$1 milliard dans chaque cas. Parmi les autres emprunteurs importants, il faut citer le Japon (\$0,9 milliard) et les pays de l'Europe de l'Est (\$0,6 milliard). Avec \$1,9 milliard, le

poste «Divers» – pour lequel on ne dispose pas d'une ventilation plus détaillée, mais qui regroupe les Bahamas et les Bermudes – enregistre la progression la plus marquée.

Les créances sur la zone des pays européens recensés se sont accrues de \$9,7 milliards, dont la moitié environ semble avoir été le fait de monnaies autres que le dollar, comme par exemple le deutsche mark (la progression de \$10 milliards des créances en dollars sur la zone, qui apparaît sur le tableau de la page 202, comprend d'importantes duplications d'écritures). En outre, sur cet accroissement, un montant de \$7 milliards représente des prêts directs au secteur non bancaire et correspond pour une large part aux emprunts en euro-monnaies effectués par des sociétés privées d'Allemagne fédérale et de Grande-Bretagne, ainsi que par des entreprises italiennes du secteur semi-public. Le développement, estimé à \$2,7 milliards, des utilisations par le secteur bancaire de fonds en euro-monnaies est dû en grande partie aux conversions d'euro-dollars en monnaie nationale et à des emprunts en deutsche marks effectués par les banques allemandes sur l'euro-marché.

Le tableau de la page 202 donne des indications plus détaillées sur les mouvements à l'intérieur de la zone. C'est ainsi que les créances en dollars et dans les autres

Estimation des dimensions du marché des euro-monnaies  
(volume des crédits en euro-monnaies canalisés par les banques européennes recensées).

Pays ou zone	Origines		Utilisations		Position nette <sup>1</sup>	
	Fin 1969	Fin 1970	Fin 1969	Fin 1970	Fin 1969	Fin 1970
en milliards de dollars E.U.						
Ensemble des euro-monnaies						
Zone des pays européens recensés	22,3	28,5	15,2	24,9	- 7,1	- 3,6
dont: Secteur bancaire <sup>2</sup>	10,3	14,5	7,1	9,8	- 3,2	- 4,7
Secteur non bancaire	12,0	14,0	8,1	15,1	- 3,9	+ 1,1
Etats-Unis	4,1	4,5	16,8	13,1	+ 12,7	+ 8,6
Reste du monde	17,8	24,0	12,0	19,0	- 5,6	- 5,0
Total	44,0	57,0	44,0	57,0	-	-
Dollars						
Zone des pays européens recensés	18,3	21,0	11,6	17,4	- 6,7	- 3,6
dont: Secteur bancaire <sup>2</sup>	8,5	11,3	6,0	7,3	- 2,5	- 4,0
Secteur non bancaire	9,8	9,7	5,6	10,1	- 4,2	+ 0,4
Etats-Unis	3,8	4,2	16,5	12,7	+ 12,7	+ 8,5
Reste du monde	15,4	20,8	9,4	15,9	- 6,0	- 4,9
Total	37,5	46,0	37,5	46,0	-	-

<sup>1</sup> Un signe moins indique que le pays ou la zone en question est un fournisseur net de ressources en euro-monnaies, alors qu'un signe plus indique qu'il s'agit d'un utilisateur net.

<sup>2</sup> Comprend: a) sous "Origines": les dépôts par les institutions monétaires officielles de la zone recensée, les conversions par les banques de monnaie nationale en monnaies étrangères et les ressources en monnaies étrangères obtenues par les banques recensées auprès des banques du pays d'émission de la monnaie en question (telles que les ressources reçues en deutsche marks des banques allemandes); b) sous "Utilisations": les conversions par les banques de monnaies étrangères en monnaie nationale et les ressources en monnaies étrangères fournies par les banques recensées aux banques commerciales du pays d'émission de la monnaie en question (telles que les ressources en deutsche marks déposées auprès de banques allemandes).

<sup>3</sup> Comprend: a) sous "Origines": les dépôts par les institutions monétaires de la zone recensée et les conversions en dollars par les banques de ressources en monnaie nationale ou en monnaies tierces; b) sous "Utilisations": les ressources en dollars converties en monnaie nationale ou en monnaies tierces.

monnaies détenues sur l'Allemagne fédérale par les banques recensées se sont accrues respectivement de \$1,3 milliard et de \$3,1 milliards. Les créances sur le Royaume-Uni et l'Italie ont augmenté de \$3,6 milliards dans le premier cas et de \$2,8 milliards dans le second, mais ces chiffres doivent être rapprochés de l'accroissement de \$1,6 milliard et de \$1,4 milliard des engagements envers ces deux pays.

Du côté des ressources, un montant de \$6,2 milliards environ, sur les quelque \$13 milliards d'accroissement de l'encours en euro-monnaies, paraît avoir été fourni par des prêteurs de la zone des pays européens recensés. La plus grande partie de ce montant, soit environ \$4 milliards, a été apportée par le secteur bancaire. Les engagements envers le secteur non bancaire de la zone recensée, dont l'expansion accélérée avait constitué le trait essentiel de l'évolution du marché des euro-monnaies en 1969, ont marqué une progression relativement modeste de \$2 milliards en 1970, imputable apparemment en totalité aux monnaies autres que le dollar. En dehors de la zone recensée, les engagements envers les Etats-Unis n'ont progressé que de \$0,4 milliard, mais les ressources fournies par le « Reste du monde » se sont gonflées à concurrence de \$6,4 milliards, soit \$0,8 milliard de moins qu'en 1969. Les engagements envers les « Autres pays d'Europe occidentale » ont progressé de \$1,9 milliard pour s'établir à \$5,1 milliards, tandis que les engagements vis-à-vis de l'Amérique latine, du Canada et du Moyen-Orient se sont développés à raison de \$1,4 milliard, \$0,9 milliard et \$0,8 milliard respectivement.

Une fraction importante de l'accroissement des ressources bancaires fournies par les pays recensés et par la « zone extérieure » (à l'exclusion des Etats-Unis) résulte d'un renforcement des avoirs en euro-dollars détenus directement ou indirectement par des institutions monétaires officielles. En 1969, par suite de la suppression des plafonds de la Réglementation Q en faveur des dépôts des autorités officielles étrangères, les banques des Etats-Unis avaient été en mesure d'offrir à ces autorités des taux d'intérêt compétitifs avec ceux des dépôts en euro-dollars. En fait, après l'application, en septembre 1969, d'une obligation de réserve complémentaire au taux de 10% sur leurs emprunts en euro-dollars, les banques américaines avaient pu se permettre de servir sur les dépôts officiels (assujettis à un pourcentage maximum de réserve de 6%) des taux plus élevés que ceux que pouvaient offrir leurs succursales opérant sur le marché de l'euro-dollar.

En 1970, en revanche, en raison de l'assouplissement progressif de la politique monétaire aux Etats-Unis et de la suspension partielle des plafonds de la Réglementation Q en juin, les banques américaines ont pu de nouveau accéder normalement aux ressources internes; en même temps, sous la pression de la demande européenne, les taux du marché de l'euro-dollar se sont maintenus au-dessus des taux pratiqués aux Etats-Unis pour des échéances comparables, de sorte que les banques américaines n'ont plus trouvé intérêt à offrir aux autorités monétaires étrangères des taux créditeurs supportant la concurrence avec les taux cotés sur l'euro-marché.

Peut-être convient-il d'ajouter, à ce sujet, qu'il n'est pas surprenant que les autorités monétaires se soient tournées l'année dernière vers le marché de l'euro-dollar. Un grand nombre d'entre elles, et particulièrement dans les pays en voie de développement, s'attachent constamment à obtenir un rendement avantageux sur leurs réserves

**Positions en monnaies étrangères des banques européennes  
recensées envers des non-résidents.**

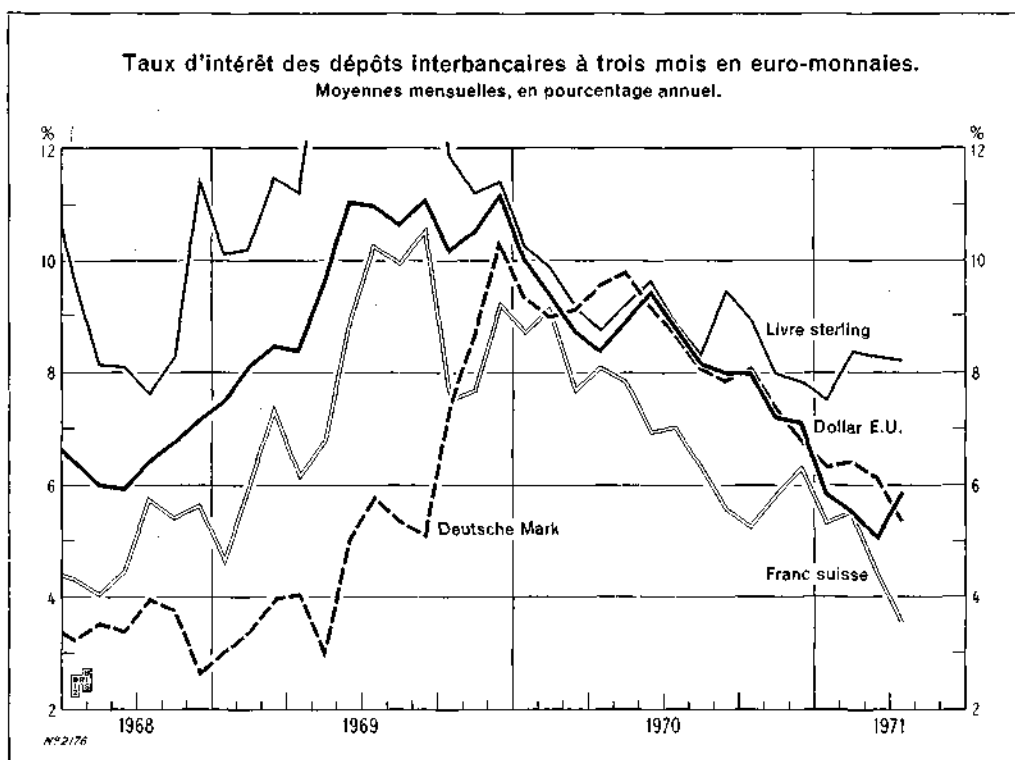
Positions envers	Décembre 1969			Juin 1970			Décembre 1970		
	Dollars	Autres monnaies*	Total	Dollars	Autres monnaies*	Total	Dollars	Autres monnaies*	Total
en millions de dollars E. U.									
<b>Engagements</b>									
<i>Zone extérieure aux huit pays</i>									
Autres pays d'Europe occidentale	2.790	410	3.200	2.810	480	3.290	4.470	640	5.110
Europe de l'Est . . . . .	1.030	370	1.400	850	470	1.320	1.020	620	1.640
Canada . . . . .	2.940	120	3.060	3.410	70	3.480	3.780	140	3.920
Japon . . . . .	400	30	430	340	30	370	550	30	580
Amérique latine . . . . .	2.550	180	2.730	2.940	240	3.180	3.670	440	4.110
Moyen-Orient . . . . .	2.000	270	2.270	2.440	430	2.870	2.680	440	3.120
Divers . . . . .	3.690	880	4.570	4.360	740	5.100	4.670	860	5.530
<b>Total</b> . . . . .	<b>15.400</b>	<b>2.260</b>	<b>17.660</b>	<b>17.150</b>	<b>2.460</b>	<b>19.610</b>	<b>20.840</b>	<b>3.170</b>	<b>24.010</b>
Etats-Unis . . . . .	4.550	280	4.830	5.040	150	5.190	5.000	240	5.240
Position globale envers la zone extérieure aux huit pays . .	19.950	2.520	22.470	22.190	2.610	24.800	25.840	3.410	29.250
<i>Zone des huit pays</i>									
Allemagne fédérale . . . . .	860	1.050	1.910	1.110	1.430	2.540	1.470	1.660	3.130
Belgique . . . . .	2.320	440	2.760	2.170	630	2.800	2.050	930	2.980
France . . . . .	3.470	700	4.170	2.990	800	3.790	3.940	1.150	5.090
Italie . . . . .	4.230	940	5.170	3.350	1.140	4.490	5.000	1.560	6.560
Pays-Bas . . . . .	1.780	620	2.400	2.190	790	2.980	2.500	860	3.360
Royaume-Uni . . . . .	4.770	670	5.440	5.160	940	6.100	5.990	1.070	7.060
Suède . . . . .	250	90	340	300	110	410	360	80	440
Suisse . . . . .	7.910	3.490	11.400	9.250	4.540	13.790	10.970	5.510	16.480
Position globale envers la zone des huit pays . .	25.590	8.000	33.590	26.520	10.380	36.900	32.280	12.820	45.100
Engagements non attribués . .	660	—	660	730	—	730	580	—	580
<b>Total général</b> . . . . .	<b>46.200</b>	<b>10.520</b>	<b>56.720</b>	<b>49.440</b>	<b>12.990</b>	<b>62.430</b>	<b>58.700</b>	<b>16.230</b>	<b>74.930</b>
<b>Avoirs</b>									
<i>Zone extérieure aux huit pays</i>									
Autres pays d'Europe occidentale	1.610	580	2.190	1.880	650	2.530	2.600	850	3.450
Europe de l'Est . . . . .	1.000	530	1.530	1.290	560	1.850	1.650	500	2.150
Canada . . . . .	1.360	110	1.470	1.670	140	1.810	2.320	160	2.480
Japon . . . . .	1.490	210	1.700	1.890	230	2.120	2.320	230	2.550
Amérique latine . . . . .	1.440	660	2.100	1.970	680	2.650	2.470	680	3.150
Moyen-Orient . . . . .	460	80	540	450	70	520	810	80	890
Divers . . . . .	2.120	370	2.490	3.060	420	3.480	3.780	600	4.380
<b>Total</b> . . . . .	<b>9.480</b>	<b>2.540</b>	<b>12.020</b>	<b>12.210</b>	<b>2.750</b>	<b>14.960</b>	<b>15.950</b>	<b>3.100</b>	<b>19.050</b>
Etats-Unis . . . . .	17.750	260	18.010	17.560	280	17.840	13.990	350	14.340
Position globale envers la zone extérieure aux huit pays . .	27.230	2.800	30.030	29.770	3.030	32.800	29.940	3.450	33.390
<i>Zone des huit pays</i>									
Allemagne fédérale . . . . .	1.610	2.280	3.890	1.730	3.430	5.160	2.870	5.410	8.280
Belgique . . . . .	1.360	990	2.350	1.660	1.160	2.820	2.260	1.410	3.670
France . . . . .	3.300	930	4.230	3.120	1.040	4.160	4.680	1.200	5.880
Italie . . . . .	3.060	740	3.800	3.160	700	3.860	5.510	1.070	6.580
Pays-Bas . . . . .	1.050	540	1.590	1.270	620	1.890	1.610	1.000	2.610
Royaume-Uni . . . . .	7.480	1.120	8.600	8.610	1.690	10.300	10.250	1.970	12.220
Suède . . . . .	270	240	510	350	250	600	480	250	730
Suisse . . . . .	1.990	900	2.890	2.350	980	3.330	2.500	1.550	4.050
Position globale envers la zone des huit pays . .	20.120	7.740	27.860	22.250	9.870	32.120	30.160	13.860	44.020
Avoirs non attribués . . . . .	280	—	280	10	—	10	270	—	270
<b>Total général</b> . . . . .	<b>47.630</b>	<b>10.540</b>	<b>58.170</b>	<b>52.030</b>	<b>12.900</b>	<b>64.930</b>	<b>60.370</b>	<b>17.310</b>	<b>77.680</b>

\* Deutsche marks, francs français, florins, liras, livres sterling, francs suisses. Les positions des banques du Royaume-Uni englobent l'ensemble des monnaies étrangères; c'est la raison pour laquelle les totaux de ce tableau sont légèrement plus élevés que ceux des tableaux des pages 194 et 196.

de change. Les instituts d'émission sont responsables du maintien de la valeur des avoirs officiels de change de leur pays et, pour nombre de banques centrales de moindre importance, les revenus qu'elles en tirent constituent l'essentiel de leurs ressources. En période où l'inflation s'accélère, préserver cette valeur veut dire obtenir une rémunération raisonnable de ces avoirs. Au total, il est possible que la progression des placements officiels sur le marché des euro-monnaies en 1970 ait été peu inférieure à \$7 milliards.

En termes nets, le trait caractéristique des flux d'euro-monnaies, l'année dernière, a été le reflux de \$4,1 milliards de fonds hors des Etats-Unis, dont \$3,5 milliards se sont probablement dirigés vers la zone des pays recensés et \$0,6 milliard vers le reste du monde. Ce dernier chiffre comprend, entre autres flux, de nouveaux emprunts nets du Japon et de l'Europe de l'Est, à concurrence de \$0,7 milliard et \$0,4 milliard respectivement, et des nouveaux prêts nets, de \$0,6 milliard et \$0,5 milliard, provenant des «Autres pays d'Europe occidentale» et du Moyen-Orient.

*Evolution des taux d'intérêt.* Au cours de la période sous revue, on a assisté au renversement du mouvement de forte hausse des taux d'intérêt qui, en 1969, avait porté les taux des euro-monnaies à des sommets encore jamais atteints. Au premier trimestre de 1970, les premiers signes d'un assouplissement monétaire aux Etats-Unis et le dénouement des opérations de fin d'année ont conduit à une détente sensible sur le marché. A la suite de l'ajustement en hausse, dans la seconde quinzaine de janvier,



des plafonds fixés par la Réglementation Q et du fléchissement des taux sur le marché monétaire des Etats-Unis, les banques américaines ont eu progressivement une plus grande facilité pour se procurer des ressources sur le marché intérieur. C'est ainsi qu'entre le 14 janvier et le 22 avril, elles ont ramené leurs engagements en euro-dollars de \$14 milliards à \$11,5 milliards, tandis que le taux de l'euro-dollar à trois mois revenait de 11<sup>5</sup>/<sub>8</sub>% vers la mi-décembre 1969 à 8% au milieu d'avril 1970.

Cependant, pendant la seconde moitié d'avril, une détérioration inattendue du climat sur les marchés monétaire et financier des Etats-Unis a provoqué un nouveau resserrement des conditions pratiquées sur les euro-monnaies. Les engagements des banques américaines à l'égard de leurs succursales étrangères ont repris leur mouvement légèrement ascendant et l'on a assisté simultanément à une forte demande de ressources en euro-monnaies de la part de l'Europe, motivée en partie par la politique d'emprunt de grande envergure adoptée par les entreprises italiennes du secteur semi-public. Le taux de l'euro-dollar à trois mois s'est de nouveau hissé à plus de 9<sup>1</sup>/<sub>2</sub>% en juin et le volume des opérations s'est fortement gonflé, les avoirs et les engagements extérieurs en devises des banques européennes recensées progressant à raison de \$6,3 milliards et \$5,1 milliards respectivement au cours du second trimestre.

Le 24 juin, les autorités américaines ont supprimé le plafonnement des intérêts créditeurs imposé par la Réglementation Q sur les dépôts à terme d'un montant égal ou supérieur à \$100.000 et dont les échéances se situent entre 30 et 89 jours. De ce fait, les banques américaines ont vu s'élargir une fois de plus leurs possibilités d'accès aux ressources internes, de sorte que leurs recours aux capitaux étrangers ont de nouveau été déterminés principalement par des considérations de coût plutôt que de disponibilité. Etant donné que, pendant la seconde quinzaine de juin, les taux du marché de l'euro-dollar ont fait apparaître, pour des échéances comparables, une prime d'environ un point et demi par rapport aux certificats de dépôt, et que les emprunts au-delà de la «base exempte de l'obligation de réserve» se sont vu appliquer des coefficients sensiblement plus élevés, les banques américaines ont réduit leur endettement envers leurs succursales étrangères à concurrence de \$1,8 milliard, pour le ramener à \$10,3 milliards entre le 24 juin et le 5 août; en même temps, elles collectaient \$5,5 milliards d'argent frais sur le marché intérieur par l'émission de nouveaux certificats de dépôt. Le taux de l'euro-dollar à 3 mois s'est détendu à près de 8% vers la mi-août, et son fléchissement aurait été plus prononcé en l'absence de la très forte demande de ressources de la part des emprunteurs européens du secteur non bancaire (d'Allemagne fédérale en particulier).

Au mois d'août, la plupart des banques avaient réduit leurs engagements jusqu'au niveau exempt de l'obligation de réserve; eu égard aux perspectives toujours teintées d'incertitude qui régnaient sur le marché américain du crédit, elles ont hésité à ramener leurs positions débitrices en dessous de ce niveau. Par ailleurs, la baisse des taux sur l'euro-marché avait considérablement réduit l'avantage qu'offraient, du point de vue de leur coût, les ressources obtenues au moyen de certificats de dépôt. Vers la fin septembre cependant, la tendance à la baisse des taux d'intérêt aux Etats-Unis s'est accélérée et les banques américaines se sont mises à démanteler rapidement leur contingent d'exigibilités dispensées de l'obligation de réserve. A la fin du mois de

novembre, les autorités américaines ont tenté de freiner ce processus de désendettement en doublant le taux des réserves assises sur les emprunts effectués au-delà de la marge libre, pour le porter de 10 à 20% (ce plafond étant automatiquement ajusté en baisse si une banque ramène son endettement en euro-dollars en dessous de la «base exempte de l'obligation de réserve», définie par le niveau de son encours à ce titre durant la période de calcul des réserves de novembre 1970). En dépit de cette mesure, les banques ont continué à réduire leurs engagements envers leurs succursales étrangères, pour les ramener de \$10,5 milliards à \$7,9 milliards entre la mi-septembre 1970 et la mi-janvier 1971 alors que, parallèlement, elles développaient de \$21,1 milliards à \$27 milliards leurs emprunts intérieurs en certificats de dépôt.

En dépit du reflux considérable de fonds en provenance des Etats-Unis, la baisse du loyer des euro-dollars a, pendant le quatrième trimestre, été nettement moins prononcée que celle des taux du marché monétaire américain. Cette situation s'explique en partie par l'influence des opérations de fin d'année et en partie par la vigueur persistante des appels à l'emprunt du secteur non bancaire (allemand et britannique en particulier). L'expansion de l'euro-marché s'est à nouveau accélérée en cours de trimestre. De fait, à une exception près, l'accroissement des engagements et des avoirs extérieurs en dollars des banques recensées d'Europe n'a, avec \$8,5 milliards et \$7,4 milliards respectivement, jamais été aussi élevé au cours d'un seul trimestre, bien que ces chiffres aient, bien entendu, été gonflés par l'entrée en jeu des facteurs spéciaux de fin d'année.

Alors que la plus grande partie de l'année 1969 avait été caractérisée par l'apparition d'écarts prononcés entre les taux des différentes monnaies, un des traits dominants du marché des euro-monnaies en 1970 a précisément été l'absence de tels écarts. C'est ainsi que, pendant les neuf premiers mois de 1969, les rendements des dépôts à trois mois en deutsche marks avaient été inférieurs de cinq points à ceux des dépôts en dollars, alors que les taux des dépôts en sterling de même échéance s'étaient parfois situés à près de dix points au-dessus. Ces écarts se sont très fortement rétrécis avec le retour de la confiance sur les marchés des changes, consécutif à la réévaluation du deutsche mark, de sorte qu'en 1970 les divers taux se sont tenus beaucoup plus près les uns des autres. Le foyer de la demande de ressources en euro-monnaies s'étant déplacé des Etats-Unis vers l'Allemagne fédérale, les taux des dépôts à trois mois en deutsche marks ont été en moyenne supérieurs de trois points à ceux de 1969 et se sont parfois même établis au-dessus des taux cotés pour des dépôts en dollars à échéance correspondante. Cette évolution permet d'expliquer la croissance excessivement rapide des dépôts en euro-deutsche marks au cours de 1970.

La tendance à la baisse des taux du marché monétaire américain s'est accélérée à nouveau au début de 1971, offrant ainsi aux banques des Etats-Unis une raison supplémentaire d'accroître leurs remboursements d'euro-dollars. De la mi-janvier à la mi-mai, ces dernières ont en effet ramené de \$7,9 milliards à \$1,6 milliard leurs engagements envers leurs succursales étrangères. En vue d'atténuer les répercussions exercées sur le plan international par ces opérations de désendettement, les autorités américaines ont entrepris de faire revenir sur le marché national une partie de ces fonds, en offrant aux succursales étrangères des banques des effets spéciaux dont le montant pouvait

être pris en compte par leur siège aux Etats-Unis pour le maintien de la marge libre de l'obligation de réserve. C'est ainsi que les succursales à l'étranger ont, en janvier et en mars, absorbé respectivement la contre-valeur de \$1 milliard et \$0,5 milliard d'effets spéciaux émis par l'Export-Import Bank des Etats-Unis et, en avril et mai, un montant de \$1,5 milliard et \$0,5 milliard d'effets émis par la Trésorerie américaine. Ce recyclage de fonds a de toute évidence atténué la pression à la baisse exercée, tant sur le volume du marché que sur les taux des euro-dollars, par les remboursements effectués par les banques américaines, et la prime cotée par les euro-dollars à trois mois par rapport au taux des certificats de dépôt, à échéance correspondante, négociés aux Etats-Unis s'est élargie, passant de 0,8% au milieu de janvier à un niveau nettement supérieur à 1,5% pendant la première quinzaine d'avril. L'ampleur de cette prime a certainement exercé à son tour une influence déterminante sur le volume des remboursements opérés par les banques américaines.

Le taux du dollar à trois mois, qui dépassait quelque peu 6% au début du mois de janvier, a fléchi à 5% pendant les trois premières semaines de mars. En avril, les efforts déployés par les autorités monétaires américaines pour orienter la détente des conditions monétaires sur le compartiment à long terme du marché, tout en favorisant une hausse des taux à court terme afin d'améliorer la position internationale du dollar, ont commencé à se répercuter sur le marché des euro-dollars, où les taux se sont de nouveau établis à 6¼% à la fin du mois. L'agitation qui s'est emparée des marchés des changes au début du mois de mai n'a pas épargné les euro-monnaies. La perspective de modifications de parités a conduit à la fois à des prélèvements de fonds sur le marché et à une forte demande de dollars, aux fins de conversion en monnaies considérées comme candidates à la réévaluation. Comme on pouvait s'y attendre, les tensions ont été particulièrement vives dans le secteur du court terme, et le loyer de l'argent au jour le jour est passé d'environ 5% en avril à son niveau record de plus de 10% le 6 mai. Le taux des dépôts à trois mois, tout en restant orienté à la hausse, a subi lui aussi des fluctuations prononcées. Au début de mai, au plus fort de la crise monétaire, il a bondi à 7¼%, pour se replier jusqu'à 6¾% dans la seconde quinzaine du même mois, puis il est remonté en flèche sous l'influence d'une nouvelle incertitude au sujet du deutsche mark, atteignant un maximum de 8¼% le 2 juin.

En dépit de l'incidence du dénouement des opérations de fin d'année, des remboursements américains et de l'application, par les autorités britanniques, de mesures restrictives sur les emprunts en devises contractés par les résidents du secteur non bancaire, l'encours en euro-monnaies semble s'être maintenu à un niveau relativement élevé au cours du premier trimestre de 1971. La demande de fonds en euro-monnaies émanant d'emprunteurs du secteur non bancaire — allemand en particulier — a, semble-t-il, continué de faire preuve de fermeté et, compte tenu de la forte prime dégagée par rapport aux instruments comparables du marché monétaire américain, le recul des taux des euro-dollars ne paraît pas avoir provoqué un retrait important de capitaux du marché. Dans la mesure où certains prélèvements ont toutefois été opérés, ils ont, semble-t-il, été largement compensés par l'effet expansionniste du déficit considérable enregistré au cours du premier trimestre par la balance américaine des paiements.



## 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 E.U., 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 Economiques (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.

### Examen de l'Accord.

En 1968, à la suite d'un examen général, l'Accord a été prorogé sans changement, abstraction faite de quelques modifications secondaires et de caractère technique des Directives d'application, pour une nouvelle période de trois ans se terminant le 31 décembre 1971. Si ultérieurement l'Accord a fait l'objet d'un contrôle constant, aucune modification ne lui a été apportée, pas plus d'ailleurs qu'aux Directives. D'autre part, en juillet 1970, le Comité Directeur, faisant usage de son pouvoir de décision en matière d'exécution des règlements multilatéraux, a pris certaines mesures de procédure liées au fonctionnement de la garantie de change. On procède actuellement à un nouvel examen général de l'Accord pour décider de son avenir après le 31 décembre 1971.

### Opérations effectuées au titre de l'Accord.

*Fonds Européen.* A la fin de mars 1970, les crédits en cours atteignaient un total de \$115 millions\*. Sur ce total, \$100 millions représentaient des crédits accordés à la Turquie et \$15 millions un crédit accordé à la Grèce.

A la date d'exigibilité, le 5 février 1971 – qui était aussi la date de valeur des règlements multilatéraux pour janvier – la Grèce a remboursé \$15 millions, représentant le dernier amortissement d'un crédit de \$30 millions accordé 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.

En février 1970, les autorités turques ont sollicité le report du remboursement des neuvième et dixième crédits, d'un total de \$40 millions, exigibles le 30 avril 1970 ainsi que du premier amortissement, d'un montant de \$5 millions, du septième crédit, exigible le 31 mai 1970. En raison des circonstances exceptionnelles – le gouvernement turc avait démissionné à la suite du rejet par le parlement de son projet de budget – le Conseil a décidé, sur recommandation du Comité Directeur, de reporter ces échéances

**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		
	Dispo- nible et non utilisé	Utilisé et non rem- boursé	Dispo- nible et non utilisé	Utilisé et non rem- boursé	Dispo- nible et non utilisé	Utilisé et non rem- boursé	Dispo- nible et non utilisé	Utilisé et non rem- boursé	Dispo- nible et non utilisé	Utilisé et non rem- boursé	Total des crédits ac- cordés
en millions d'unités de compte											
<b>1959</b>											
février . . . .	15,0	—	—	—	—	—	21,5	—	36,5	—	36,5
décembre . . . .	—	—	—	—	51,0	24,0	0,5	21,0	51,5	45,0	96,5
<b>1960</b>											
décembre . . . .	—	—	5,0	7,0	76,0	24,0	15,0	21,5	96,0	52,5	148,5
<b>1961</b>											
décembre . . . .	—	—	7,0	5,0	—	—	—	50,0	7,0	55,0	62,0
<b>1962</b>											
décembre . . . .	—	—	5,0	—	—	—	—	80,0	5,0	80,0	85,0
<b>1963</b>											
décembre . . . .	—	—	—	—	—	—	—	95,0	—	95,0	95,0
<b>1964</b>											
décembre . . . .	—	—	—	—	—	—	—	105,0	—	105,0	105,0
<b>1965</b>											
décembre . . . .	—	—	—	—	—	—	—	90,0	—	90,0	90,0
<b>1966</b>											
décembre . . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	80,0	—	110,0	110,0
<b>1967</b>											
décembre . . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	95,0	—	125,0	125,0
<b>1968</b>											
décembre . . . .	—	30,0	—	5,0	—	—	—	110,0	—	145,0	145,0
<b>1969</b>											
janvier . . . .	—	25,0	—	5,0	—	—	—	110,0	—	140,0	140,0
mars . . . .	—	25,0	—	5,0	—	—	—	105,0	—	135,0	135,0
avril . . . .	—	25,0	—	—	—	—	—	105,0	—	130,0	130,0
<b>1970</b>											
janvier . . . .	—	15,0	—	—	—	—	—	105,0	—	120,0	120,0
mars . . . .	—	15,0	—	—	—	—	—	100,0	—	115,0	115,0
mai . . . .	—	15,0	—	—	—	—	—	95,0	—	110,0	110,0
juillet . . . .	—	15,0	—	—	—	—	—	90,0	—	105,0	105,0
octobre . . . .	—	15,0	—	—	—	—	—	115,0	—	130,0	130,0
<b>1971</b>											
janvier . . . .	—	—	—	—	—	—	—	115,0	—	115,0	115,0
février . . . .	—	—	—	—	—	—	—	130,0	—	130,0	130,0
mars . . . .	—	—	—	—	—	—	—	130,0	—	130,0	130,0

au 31 juillet 1970. Ultérieurement, pour laisser au nouveau gouvernement le temps d'élaborer et d'appliquer des mesures propres à remédier à la situation de la balance des paiements, l'échéance a été de nouveau reportée, au 30 octobre 1970 cette fois.

Aux dates fixées, soit les 29 mai et 29 juillet 1970, la Turquie a effectué deux remboursements de \$5 millions chacun, au titre des huitième et neuvième amortissements du sixième crédit.

Le 10 août 1970, la livre turque a été dévaluée de 40% et un programme de stabilisation de l'économie a été mis en vigueur. Ce programme prévoyait la suppression du régime des taux de change multiples alors en vigueur, un renforcement du contrôle exercé par la banque centrale sur la masse monétaire et un durcissement de la politique fiscale. A l'appui de ce programme, la Turquie a demandé une aide financière tant auprès du Fonds Monétaire International que du Fonds Européen.

En réponse à la demande de la Turquie, le Comité Directeur a recommandé d'accorder à ce pays des crédits de \$115 millions au total, dont une partie devait servir à renforcer ses réserves de change au cours de la période d'application des mesures de stabilisation, et une autre à des fins de refinancement. En octobre 1970, le Conseil, conformément aux recommandations du Comité Directeur, a décidé l'octroi à la Turquie, par le Fonds Européen, des facilités de crédit suivantes:

- a) Un crédit de \$40 millions – le onzième – comprenant deux tranches, la première de \$25 millions, mise à disposition à partir du 30 octobre 1970, et la seconde de \$15 millions, mise à disposition à partir du 15 février 1971; le déblocage de cette dernière tranche était subordonné à un nouvel examen de la situation économique et financière de la Turquie par le Comité Directeur. Ce crédit, assorti d'un taux d'intérêt de 3½% l'an, est remboursable en sept versements, le premier d'un montant de \$10 millions exigible le 30 octobre 1971, et les six autres de \$5 millions chacun, dont les échéances respectives sont les 31 mars, 30 juin et 30 septembre 1972, et les 31 mars, 30 juin et 30 septembre 1973.
- b) Un crédit de \$65 millions – le douzième – comprenant trois tranches d'un montant respectif de \$5 millions, \$45 millions et \$15 millions, mis à la disposition de la Turquie, pour le refinancement des amortissements ci-après, à partir des dates indiquées dans chaque cas:
  - \$5 millions exigibles le 28 octobre 1970, représentant le dixième amortissement du sixième crédit;
  - \$45 millions exigibles le 30 octobre 1970 (après le report d'échéances mentionné précédemment), correspondant au premier amortissement (\$5 millions) du septième crédit et à la totalité des neuvième et dixième crédits (\$25 millions et \$15 millions respectivement);
  - \$15 millions exigibles le 14 mars 1971, correspondant au onzième amortissement du sixième crédit.

Ce douzième crédit, assorti d'un intérêt de 4% l'an, est remboursable en trois versements de \$5 millions chacun, exigibles les 31 décembre 1971, 1972 et 1973, et en huit versements de \$6,25 millions chacun, exigibles à la fin de chaque trimestre du 31 mars 1974 au 31 décembre 1975.

- c) Un crédit de \$10 millions – le treizième – accordé en deux tranches de \$5 millions, en vue de financer le deuxième amortissement, exigible le 31 mai 1971, du septième crédit, et le douzième amortissement, exigible le 30 octobre 1971, du sixième crédit. Les deux tranches de ce crédit seront mises à la disposition de la Turquie, sur sa demande, aux dates précitées. Le crédit, assorti d'un intérêt de 3½% l'an, est remboursable le 31 mai 1972, soit à la même date que les \$15 millions représentant le troisième amortissement du septième crédit.

En octobre 1970, la Turquie a prélevé les deux premières tranches – d'un montant total de \$50 millions – du douzième crédit mentionné précédemment, pour financer les remboursements exigibles le même mois.

Le 5 novembre 1970, date de valeur des règlements multilatéraux d'octobre, la Turquie a prélevé la première tranche, d'un montant de \$25 millions, du onzième crédit, et le 16 février 1971, après approbation du Comité Directeur, la seconde et dernière tranche, d'un montant de \$15 millions, du onzième crédit.

Enfin, le 14 mars 1971, la Turquie a prélevé la troisième et dernière tranche, d'un montant de \$15 millions, du douzième crédit, pour financer le remboursement exigible le même mois.

Toutes ces opérations figurent au tableau de la page 208 qui indique, en ce qui concerne l'utilisation des crédits consentis par le Fonds Européen, la situation à la date de valeur des 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 1968, et pour chacun des mois de la période décembre 1968–mars 1971 au cours desquels des opérations ont été effectuées.

Trente-neuf tirages s'élevant à \$519,5 millions au total ont été opérés sur les divers crédits accordés entre juin 1959 (date du premier tirage) et le mois de mars 1971. Sur ce montant, \$389,5 millions ont été remboursés. A fin mars 1971, le montant non encore remboursé s'élevait ainsi à \$130 millions, dus en totalité par la Turquie.

*Système Multilatéral de Règlements.* L'historique des opérations effectuées au titre du Système Multilatéral de Règlements a été retracé dans le dernier Rapport annuel (pages 216 à 218). Aucune transaction n'a été opérée au titre du Système depuis août 1969. A la suite de la dévaluation de la livre turque, les autorités de la Turquie ont déclaré un nouveau cours acheteur et vendeur applicable à compter du 10 août 1970. Aussi l'Agent a-t-il fixé, pour le 19 août 1970, des règlements spéciaux concernant les soldes détenus dans cette monnaie, mais aucun montant n'a été notifié pour règlement.

Le montant cumulatif des règlements s'élève toujours, par conséquent, à \$82,6 millions.

Il n'a été procédé à aucun tirage au titre du financement intérimaire dans le cadre de l'Accord depuis mars 1963.

### Situation des comptes.

Les opérations du Fonds Européen telles qu'elles sont décrites dans les pages précédentes, ressortent clairement du tableau ci-dessous, qui résume la situation des comptes.

Les crédits et créances en cours, qui s'élevaient à l'ouverture des comptes à \$35 millions (montant des créances à long terme sur la Norvège et la Turquie transférées de l'Union Européenne de Paiements), atteignaient \$127,2 millions à fin mars 1970, dont \$115 millions représentaient le montant des crédits non encore remboursés

#### 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	329,4	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 . . . .	82,1	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 décembre . . . .	82,6	123,5	297,9	142,8	646,9	607,5	39,4
1968 décembre . . . .	71,8	123,5	297,9	160,1	653,3	607,5	45,8
1969 décembre . . . .	96,6	123,5	297,9	142,2	660,3	607,5	52,8
1970 janvier . . . . .	106,2	123,5	297,9	132,2	659,9	607,5	52,4
février . . . . .	106,5	123,5	297,9	132,2	660,2	607,5	52,7
mars . . . . .	111,7	123,5	297,9	127,2	660,4	607,5	52,9
avril . . . . .	112,0	123,5	297,9	127,2	660,7	607,5	53,2
mai . . . . .	117,3	123,5	297,9	122,2	661,0	607,5	53,5
juin . . . . .	119,8	123,5	297,9	122,2	663,5	607,5	56,0
juillet . . . . .	124,6	123,5	297,9	117,2	663,3	607,5	55,8
août . . . . .	124,9	123,5	297,9	117,2	663,6	607,5	56,1
septembre . . . . .	125,3	123,5	297,9	117,2	664,0	607,5	56,5
octobre . . . . .	101,1	123,5	297,9	142,2	664,8	607,5	57,3
novembre . . . . .	101,5	123,5	297,9	142,2	665,2	607,5	57,7
décembre . . . . .	106,8	123,5	297,9	139,3	667,6	607,5	60,1
1971 janvier . . . . .	121,5	123,5	297,9	124,3	667,3	607,5	59,8
février . . . . .	106,8	123,5	297,9	139,3	667,6	607,5	60,1
mars . . . . .	106,9	123,5	297,9	139,3	667,7	607,5	60,2

et \$12,2 millions le solde des créances à long terme sur la Norvège et la Turquie. Le montant des crédits et des créances en cours a fléchi en mai 1970 et de nouveau en juillet 1970 par suite des remboursements précités de la Turquie, qui ont ramené le total à \$117,2 millions. A la suite du premier tirage effectué par la Turquie sur le onzième crédit, l'encours s'est situé à \$142,2 millions en octobre 1970. Le dixième versement annuel effectué par la Norvège et la Turquie, à concurrence de \$2,9 millions, au titre de l'amortissement de leurs dettes à long terme, a entraîné un fléchissement du total en décembre 1970; en janvier 1971, nouvelle réduction en raison du remboursement précité, opéré par la Grèce. Enfin, le total a augmenté en février 1971 à la suite du second tirage effectué par la Turquie sur le onzième crédit. Le montant restant à rembourser à fin mars 1971 s'élevait donc à \$139,3 millions.

Les avoirs non liquides du Fonds ont ainsi enregistré un accroissement de \$12,1 millions en cours d'année. Compte tenu du revenu net non distribué, qui s'est élevé à \$7,3 millions pendant la période considérée, les ressources liquides du Fonds sont tombées de \$111,7 millions à fin mars 1970 à \$106,9 millions à fin mars 1971.

Au cours de la période passée en revue, il n'a été procédé à aucun appel de capital, ce qui fait que le montant non libéré des contributions des pays membres est toujours de \$297,9 millions. En outre, la somme de \$123,5 millions, représentant le solde non utilisé du capital fourni par les Etats-Unis à l'U.E.P. et transféré au Fonds Européen, peut toujours faire l'objet d'un appel, pour autant que le montant des contributions libérées par les pays membres atteigne le niveau de \$148 millions (soit un montant correspondant au capital effectif transféré de l'U.E.P. au Fonds en 1958), et cela au prorata du versement des contributions ultérieures des pays membres. Actuellement, les contributions versées par les pays membres s'élèvent à \$38 millions au total; compte tenu du capital effectif de l'ancienne U.E.P. (\$148 millions), le capital de fonctionnement du Fonds ressort à \$186 millions. Le montant de \$607,5 millions, qui figure au poste «Capital» du passif de la situation des comptes, comprend également les sommes non appelées mentionnées précédemment.

Le montant des revenus nets au titre de l'année civile 1970 a atteint le chiffre record, pour une seule année, de \$8,6 millions. Par rapport à 1969, le revenu provenant des intérêts des créances à long terme et des crédits utilisés s'est inscrit en baisse, le montant des encours étant sensiblement inférieur, mais ce recul a été plus que compensé par le rendement plus élevé des placements liquides en dollars du Fonds. De ce fait, le montant cumulé du revenu net reçu depuis l'ouverture des opérations a atteint \$70,5 millions. Le versement des intérêts sur les contributions des pays membres a de nouveau été effectué d'après le principe suivant: le montant cumulé de l'intérêt versé à chaque pays membre représente 90% de la part à laquelle ce pays aurait droit sur le revenu net du Fonds, si celui-ci était liquidé à la fin de la période au titre de laquelle l'intérêt est payé. Le montant versé au titre de l'année 1970 s'élève à \$1,3 million, ce qui porte le montant cumulé de l'intérêt réglé en or aux pays membres à \$11,1 millions. Ce chiffre correspond à un taux d'intérêt annuel moyen de 2,6% sur les contributions appelées (\$38 millions). Après paiement, en janvier 1971, de l'intérêt sur les contributions au titre du second semestre de 1970, le revenu net non distribué s'élevait à \$59,4 millions. Sur ce montant, \$52,4 millions représentaient

la part imputable, dans le revenu net du Fonds, aux \$148 millions du capital effectif transféré de l'U.E.P. au Fonds. Le reliquat représentait presque en totalité le solde de 10% du revenu net non distribué du Fonds.

#### **Administration 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 ces fonctions, se réunit chaque fois qu'il est nécessaire; ces dernières années, il s'est réuni environ six fois par an. En décembre 1970, 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. Pour aider le Comité à suivre l'évolution de la situation financière internationale, elle fournit aussi chaque mois à ce dernier une documentation statistique sur les marchés mondiaux de l'or et des changes et sur la position monétaire extérieure des pays de l'O.C.D.E.; le représentant de la Banque donne régulièrement quelques précisions sur ces statistiques lors des séances du Comité.

Depuis 1963, la B.R.I. est également chargée de transmettre, aux banques centrales adhérentes, des renseignements confidentiels concernant la conclusion et l'utilisation de séries concertées d'arrangements bilatéraux qui permettent d'accorder un soutien spécial à la monnaie d'un des pays membres. Cette activité s'est poursuivie en 1970.

## VII. ACTIVITÉS DE LA BANQUE.

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

Au cours de l'année écoulée, la Banque a continué de travailler en liaison étroite avec les principales banques centrales, en participant à des comités techniques et en collaborant, lorsqu'il y avait lieu, à des actions visant à éliminer des tensions indésirables sur divers marchés. Le peu d'usage qui a été fait, pendant cette même période, de certains arrangements à moyen terme mis sur pied par des groupes de banques centrales de grands pays et par la B.R.I. en vue d'atténuer les pressions dont a été l'objet le système monétaire international est à mettre en partie au compte du succès de ces arrangements. Le fait qu'ils restent néanmoins en vigueur aide à poursuivre les efforts visant à maintenir la stabilité monétaire. Dans d'autres domaines, on relève de nouveau une expansion notable des relations d'affaires de la Banque avec un nombre toujours plus grand de banques centrales.

Outre les réunions régulières des gouverneurs des banques centrales des pays membres du Groupe des Dix, plus la Suisse, et les séances du Conseil d'administration, la Banque a continué d'organiser des réunions de représentants de banques centrales pour l'examen de questions particulières telles que l'évolution des marchés de l'or, des changes et des euro-monnaies, ainsi que pour l'étude et l'échange de renseignements portant sur d'autres problèmes économiques et monétaires d'intérêt commun. La Banque assure en outre le secrétariat du Comité des gouverneurs des banques centrales des pays membres de la Communauté Economique Européenne, ainsi que de ses groupes de travail et sous-comités, qui se réunissent à intervalles réguliers, d'ordinaire à Bâle. Elle s'est aussi chargée de préparer des réunions groupant d'autres catégories d'experts de banques centrales, et consacrées à l'étude de diverses questions techniques et juridiques.

La Banque a continué d'assumer, au cours de l'année, 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 au financement des excédents ou des déficits des comptes extérieurs des pays du Groupe des Dix. Les gouverneurs des banques centrales des pays membres du Groupe, plus la Suisse, ont également l'occasion, lorsqu'ils se réunissent au siège de la Banque, d'échanger les renseignements les plus récents sur l'état des facilités de crédit prévues entre les membres du Groupe et sur l'utilisation de ces facilités. La Banque a continué d'être associée aux travaux poursuivis par les suppléants du Groupe des Dix.



## 2. Opérations du Département bancaire.

Le bilan de la Banque et le compte de profits et pertes au 31 mars 1971, contrôlés par les commissaires-vérificateurs, figurent à la fin du présent Rapport.

\* \* \*

Le total du bilan, qui était de 20.699.016.057 francs\* au 31 mars 1970, s'établit à 23.856.469.498 francs au 31 mars 1971; l'augmentation ainsi enregistrée est de 3.157.453.441 francs, soit de 15%.

Au cours de l'exercice, le total de la situation mensuelle a fluctué assez fortement; le maximum a été atteint fin décembre avec 24.750 millions de francs; le minimum n'a jamais été inférieur à 20 milliards.

### B.R.I.: Evolution du total du bilan au cours des dix derniers exercices.

Exercice clos le 31 mars	Total du bilan	Différences par rapport à l'exercice précédent	
	en millions de francs		en pourcentage
1962 . . . . .	4.732	+ 759	+ 19
1963 . . . . .	4.950	+ 218	+ 5
1964 . . . . .	5.778	+ 828	+ 17
1965 . . . . .	7.850	+ 2.072	+ 36
1966 . . . . .	7.882	+ 32	—
1967 . . . . .	8.232	+ 350	+ 4
1968 . . . . .	12.041	+ 3.809	+ 46
1969 . . . . .	14.643	+ 2.602	+ 22
1970 . . . . .	20.699	+ 6.056	+ 41
1971 . . . . .	23.856	+ 3.157	+ 15

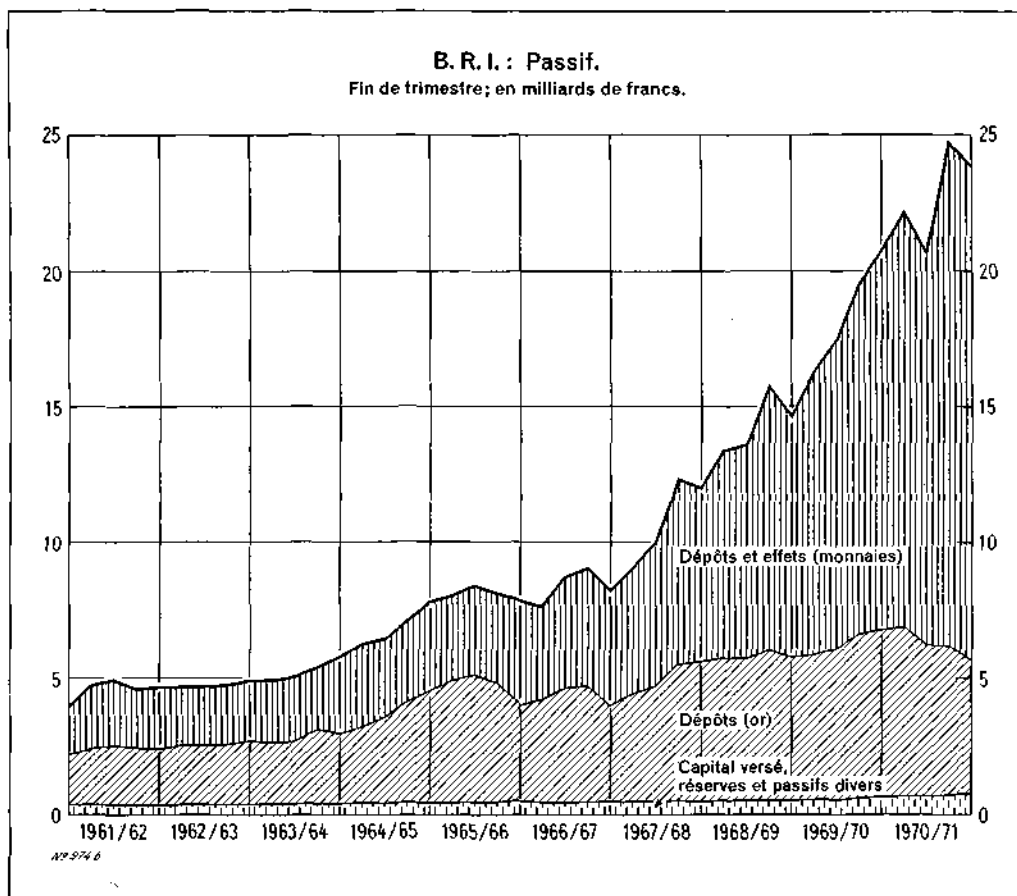
Ne sont pas inclus dans le bilan: l'or sous dossier, les effets et autres titres détenus en garde pour le compte de banques centrales ou d'autres déposants; les actifs (or sous dossier, avoirs en banque, effets et autres titres) détenus par la Banque en sa qualité d'Agent de l'Organisation de Coopération 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) d'emprunts publics internationaux. Comme au 31 mars 1970, 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:

\* 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 4 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	
	1970	1971
	en millions de francs	
Or sous dossier . . . . .	1.068	958
Avoirs en banque . . . . .	17	15
Effets et autres titres sous dossier . . . . .	543	499
Total hors bilan . . . . .	1.628	1.472

Composition des ressources (Passif).



*A. Capital, réserves et passifs divers.*

Conformément aux dispositions de l'article 6 des Statuts, la Banque a procédé au début de janvier 1971 à une seconde émission d'actions de la troisième tranche du capital, dont la souscription est réservée intégralement aux banques centrales. A la suite de cette émission, la Reserve Bank of Australia est devenue membre de la

B.R.I. En outre, conformément aux dispositions de l'article 9 des Statuts, les banques centrales fondatrices ayant exercé le droit qui leur était conféré par l'article 8, alinéa 2, de souscrire une proportion déterminée de toute nouvelle émission, ont mis certaines des actions ainsi souscrites à la disposition de la Banque pour annulation. Dès lors, le Conseil d'administration a pu réémettre un nombre équivalent d'actions au profit d'autres banques centrales actionnaires.

A l'occasion de cette seconde émission d'actions de la troisième tranche du capital de la Banque, il a été souscrit au total 16.400 actions. Le Conseil d'administration a fixé le prix de souscription à 1.000 francs par action. Les actions étant libérées à raison de 25%, soit 625 francs par action, le prix de souscription comprenait ainsi une prime d'émission de 375 francs par action, soit 60% du montant libéré. Le total des primes encaissées à l'occasion de cette émission d'actions de la troisième tranche s'est donc élevé à 6.150.000 francs. Cette somme a été affectée à raison de 1.025.000 francs au «Fonds de réserve légale», et de 5.125.000 francs au «Fonds de réserve générale».

Ces opérations ont eu pour résultat de porter le «Capital libéré» de la Banque de 280,2 millions à 290,5 millions de francs, à la fin de l'exercice, et le nombre d'actions émises, libérées de 25%, de 448.325 à 464.725. De ce fait, le «Capital émis» de la Banque est passé de 1.120,8 millions à 1.161,8 millions.

A la suite de l'affectation précitée de primes encaissées et de divers transferts décidés par l'Assemblée générale du 8 juin 1970 lors de la répartition du bénéfice net de l'exercice 1969-70 (Chapitre VII, section 7, du précédent Rapport annuel), les différentes rubriques du poste «Réserves» sont en augmentation:

- le «Fonds de réserve légale» passe de 28 millions à 29 millions de francs;
- le «Fonds de réserve générale» de 64,9 millions à 100 millions;
- le «Fonds spécial de réserve de dividendes» de 10 millions à 22 millions;
- le «Fonds de réserve libre» de 80 millions à 98 millions.

Le poste «Divers» est passé de 44,5 millions à 50,7 millions de francs.

Par décision du Conseil d'administration, un transfert de 32 millions de francs à la «Provision pour immeubles» a été effectué par prélèvement sur l'excédent net d'exploitation de l'exercice 1970-71; le montant de ce poste a ainsi été porté de 48,7 millions à 80,7 millions.

Le bénéfice net du présent exercice, qui correspond au chiffre du poste «Compte de profits et pertes», s'est établi à 99,4 millions de francs contre 83,2 millions pour l'exercice précédent; la section 6 ci-après donne les détails de la répartition proposée pour ce bénéfice.

D'une fin d'exercice à l'autre, le montant total du «Capital libéré» et des «Réserves» s'est ainsi accru de 76 millions en passant de 463 millions à 539 millions de francs; quant au «Capital restant à libérer», il a progressé de 30 millions, passant ainsi de 841 millions à 871 millions de francs.

**B. R. I.: Evolution de la composition des ressources  
au cours des dix derniers exercices.**

Exercice clos le 31 mars	Capital versé et Réserves	Fonds empruntés	Passifs divers	Total du bilan
	en millions de francs			
1962 . . . . .	149	4.353	230	4.732
1963 . . . . .	150	4.561	239	4.950
1964 . . . . .	150	5.370	258	5.778
1965 . . . . .	151	7.417	282	7.850
1966 . . . . .	151	7.449	282	7.882
1967 . . . . .	151	7.764	317	8.232
1968 . . . . .	170	11.548	323	12.041
1969 . . . . .	200	14.133	310	14.643
1970 . . . . .	463	20.060	176	20.699
1971 . . . . .	539	23.086	231	23.856

*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
	1970	1971	
	en millions de francs		
Banques centrales . . . . .	18.001	22.104	+ 4.103
Autres déposants . . . . .	1.225	515	— 710
Effets . . . . .	834	467	— 367
Total . . . . .	20.060	23.086	+ 3.026

La progression des dépôts des «Banques centrales», qui est assez forte (+ 23%), est à l'origine de l'augmentation du total du bilan.

Au contraire – bien que pour des montants modestes en comparaison – les dépôts des «Autres déposants» fléchissent très sensiblement (– 58%), de même que l'encours des «Effets» (– 44%), ces deux postes atteignant leur plancher en fin d'exercice.

Cette dernière réduction porte sur des effets, exprimés en monnaies, qui avaient été vendus à des banques commerciales; le produit de leur vente avait servi à financer des opérations traitées avec plusieurs banques centrales et venues elles-mêmes à échéance.

La part prise par les dépôts des banques centrales s'est ainsi encore accrue et constitue dès lors la quasi-totalité des fonds empruntés.

B. R. 1.: 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
	1970	1971		1970	1971		1970	1971	
	en millions de francs								
A vue . . . . .	2.320	2.846	+ 526	97	96	— 1	—	—	—
A 3 mois au maximum .	2.841	1.691	— 1.150	11.660	16.748	+ 5.088	277	—	— 277
A plus de 3 mois . . .	1.013	402	— 611	1.295	836	— 459	557	467	— 90
Total . . . . .	6.174	4.939	— 1.235	13.052	17.680	+ 4.628	834	467	— 367

Les «Dépôts en or» ont fléchi assez sensiblement (— 20%), la réduction des dépôts à terme ayant nettement dépassé l'augmentation de l'or reçu à vue; deux facteurs sont à l'origine de la réduction des dépôts à terme:

- retraits importants par des banques centrales, qui en ont utilisé les montants pour dénouer des opérations qu'elles avaient traitées avec la Banque;
- conversion de dépôts à terme en dépôts à vue, d'où la majoration enregistrée par ceux-ci; ces dépôts à terme finançaient des opérations qui entraient dans le cadre de la coopération internationale et qui ont été dénouées.

De l'examen du bilan, il ressort que, comme au 31 mars 1970, les dépôts en or des «Autres déposants» sont constitués uniquement par de l'or à vue et ne représentent que 3% environ du total de l'or reçu en dépôt.

Contrairement aux dépôts en or, les «Dépôts en monnaies» enregistrent une très forte augmentation, en chiffres absolu et relatif (+ 35%); l'accroissement des fonds à trois mois au maximum est supérieur à cette augmentation, du fait que les fonds à plus de trois mois ont accusé une réduction assez marquée en pourcentage; cette réduction résulte des quatre derniers amortissements qui ont été effectués dans le cadre de l'«Arrangement Collectif» conclu en juin 1966 et consolidé en septembre 1968 (voir rapport sur l'exercice 1968-69); les amortissements en question ont été faits par anticipation, le dernier étant prévu pour juin 1971; les dépôts qui avaient été reçus de banques centrales au titre du financement partiel de cet arrangement ont été simultanément remboursés par la Banque, donc également par anticipation.

L'examen du bilan fait apparaître que, d'une fin d'exercice à l'autre, le pourcentage des dépôts en monnaies des «Autres déposants» par rapport au total des dépôts reçus en monnaies est tombé de 8 à 2%.

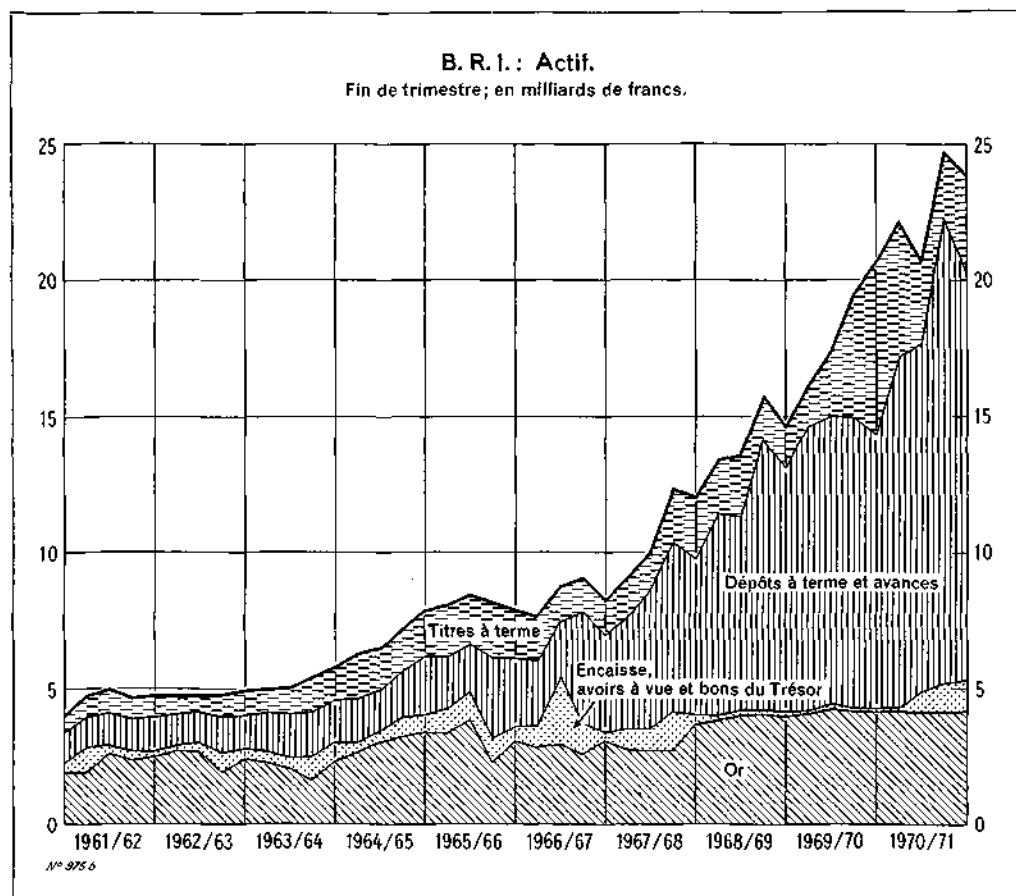
La diminution de l'encours des «Effets en monnaies» s'est poursuivie; elle a porté sur le solde des fonds à trois mois au maximum et, à un moindre degré, sur les fonds à plus de trois mois, seule rubrique de ce poste qui subsiste encore.

Au début de l'exercice, les «Dépôts en or» représentaient 31% du total des ressources empruntées, les «Dépôts en monnaies» 65% et les «Effets» 4%; au 31 mars 1971, les pourcentages respectifs étaient de 21, 77 et 2%. Ainsi, comme au cours des

derniers exercices, la part prise par l'ensemble des ressources en monnaies a poursuivi son avance en passant de 69 à 79%, pourcentage qui représente près des quatre cinquièmes du total des engagements.

Cette évolution est une illustration de la prépondérance que, dans l'ensemble des opérations de la Banque, les monnaies ont progressivement prise par rapport à l'or.

Utilisation des ressources (Actif).



L'évolution de la position-or de la Banque est donnée dans le premier tableau de la page suivante qui fait ressortir les maximums et minimums de l'exercice.

L'«Encaisse-métal» et les «Placements en or» ont enregistré de faibles accroissements, dont le total correspond à l'augmentation des «Avoirs nets en or»; celle-ci est en partie le résultat de la seconde émission de la troisième tranche des actions de la Banque, émission souscrite en or, dont il a été question précédemment sous «Capital, réserves et passifs divers».

L'évolution des «Dépôts reçus en or» a déjà été commentée sous la rubrique «Fonds empruntés».

**B. R. I.: Position-or.**

Fin de mois	Position au comptant				Opérations à terme, solde net	Avoirs nets en or
	Encaisse- métal	Placements en or	Dépôts reçus en or	Solde net		
	en millions de francs					
1970 mars . . . . .	4.161	462	- 6.174	- 1.551	+ 2.110	559
mai . . . . .	4.128 (min.)	462	- 6.212	- 1.622 (min.)	+ 2.184 (max.)	562
juin . . . . .	4.204 (max.)	449 (min.)	- 6.233 (max.)	- 1.580	+ 2.126	546 (min.)
1971 février . . . . .	4.202	520 (max.)	- 5.252	- 530	+ 1.183	653
mars . . . . .	4.202	514	- 4.939 (min.)	- 223 (max.)	+ 877 (min.)	654 (max.)
Différences du 31 mars 1970 au 31 mars 1971	+ 41	+ 52	+ 1.235	+ 1.328	- 1.233	+ 95

A quelques variations près, le «Solde net des opérations à terme» a décliné assez régulièrement en cours d'exercice; la réduction, qui est de plus de moitié, provient en majeure partie de l'échéance ou du dénouement anticipé de diverses opérations qui impliquaient des achats à terme d'or contre monnaies; ces opérations avaient été couvertes par des dépôts reçus à terme.

**B. R. I.: Répartition d'après leur *nature* des avoirs à vue et des autres placements.**

Nature	Exercice clos le 31 mars				Différences
	1970		1971		
	en millions de francs				
Avoirs à vue					
Or . . . . .	4.161		4.202		+ 41
Monnaies . . . . .	61	4.222	53	4.255	- 8 + 33
Autres placements					
Or . . . . .	462		514		+ 52
Monnaies . . . . .	16.002	16.464	19.086	19.600	+ 3.084 + 3.136
Total					
Or . . . . .	4.623		4.716		+ 93
Monnaies . . . . .	16.063	20.686	19.139	23.855	+ 3.076 + 3.169

La répartition des actifs d'après leur *durée* appelle les commentaires suivants:

*A. Actifs à vue ou mobilisables sur demande.*

Le poste «Or» s'est accru de 41 millions de francs comme il a déjà été signalé plus haut.

Le chiffre du poste «Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue» est passé de 61 millions à 53 millions de francs.

L'ensemble des avoirs à vue (or et monnaies) n'a donc pratiquement pas varié, mais son pourcentage par rapport au total du bilan a continué à décroître en tombant de 20 à 18%.

Le montant du portefeuille des «Bons du Trésor», qui était insignifiant en début d'exercice, a fortement progressé à la suite surtout d'achats qui ont commencé en juillet 1970; l'encours de fin d'exercice, soit 1.058 millions de francs, a pratiquement été atteint dès janvier 1971. Il convient d'autre part d'observer que le poste «Autres titres mobilisables sur demande» a été liquidé par incorporation dans les «Bons du Trésor» du montant modeste qui y figurait depuis plusieurs années.

Le total des actifs à vue ou mobilisables sur demande, qui comprend les divers postes analysés ci-dessus, s'établissait au 31 mars 1970 à 4.291 millions de francs, soit à 20,7% du total du bilan; au 31 mars 1971, les chiffres correspondants étaient de 5.313 millions et de 22,3%. Durant la même période, les dépôts à vue figurant au passif sont passés de 2.417 millions à 2.942 millions de francs, mais leur pourcentage par rapport au bilan n'a progressé que de 11,7 à 12,3%. Le coefficient de liquidité de la Banque s'est de la sorte quelque peu amélioré.

#### B. Actifs à terme.

Les «Dépôts à terme et avances» ont progressé de moitié – 5.042 millions – en passant de 10.017 millions à 15.059 millions de francs; cet accroissement considérable représente la différence entre les deux séries d'opérations suivantes:

- investissements effectués pour des montants souvent très importants sur de nombreux marchés;
- amortissements, déjà mentionnés, faits au titre de l'«Arrangement Collectif» consolidé en septembre 1968, ainsi qu'échéance ou remboursement anticipé de crédits qui avaient été accordés à plusieurs banques centrales.

Les «Titres à terme», qui s'établissaient à 6.378 millions de francs au 31 mars 1970, ont reculé assez régulièrement de mois en mois jusqu'à fin février; leur montant s'est redressé au mois de mars pour atteindre 3.483 millions à la fin de l'exercice, diminuant ainsi en une année de 2.895 millions ou de 45%; la réduction enregistrée a porté sur des certificats de dépôt émis par des banques américaines et, à un degré nettement moindre, sur du papier gouvernemental qui est venu à échéance.

#### B. R. I.: Dépôts à terme et avances, titres à terme, d'après leur durée.

Echéances	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1970	1971	
	en millions de francs		
A 3 mois au maximum . . . .	13.589	14.107	+ 518
A plus de 3 mois . . . . .	2.806	4.435	+ 1.629
Total . . . .	16.395	18.542	+ 2.147

L'augmentation de l'ensemble des actifs ci-dessus se répartit pour un quart sur les avoirs à trois mois au maximum et pour les trois quarts sur les fonds placés à plus de trois mois.

\* \* \*



L'année financière 1970-71 a dans l'ensemble été satisfaisante, la Banque ayant d'une manière générale accru l'importance et le volume de ses opérations, ce qui s'est traduit par une assez forte progression du total du bilan.

Le volume des opérations a augmenté d'un montant comparable à celui de l'année précédente pour atteindre le niveau record de 250 milliards, contre 213 milliards pour 1969-70 et 184 milliards pour 1968-69.

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

Conformément aux accords en vigueur, la Banque a continué d'assumer, au cours de l'exercice sous revue, les fonctions de Trustee pour les nouvelles obligations de l'Emprunt extérieur allemand 1924 (Emprunt Dawes) et 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 1970-71 a été clos pour l'Emprunt Dawes le 15 avril 1971 et pour l'Emprunt Young le 1er juin 1971. Les intérêts au titre de l'exercice 1970-71 se montent à l'équivalent d'environ 1 million de francs pour l'Emprunt Dawes, et à l'équivalent d'environ 33,3 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 1970-71 a été assuré par rachats de titres en bourse.

#### Emprunt extérieur allemand 1924 (Emprunt Dawes).

##### Obligations de consolidation.

Tranche	Monnaie	Valeur nominale			
		Obligations émises	Obligations rachetées en vue de leur amortissement au titre des exercices		Solde
			1958-59 à 1969-70	1970-71	
américaine . . .	\$	6.211.000	2.912.000	279.000	5.020.000
belge . . . . .	£	157.600	58.900	5.900	93.000
britannique . . .	£	2.232.600	826.600	83.100	1.322.900
française . . . .	£	499.000	186.200	18.600	294.200
néerlandaise . .	£	291.700	99.500	10.500	181.700
suisse . . . . .	£	115.000	41.900	4.300	68.800
suisse . . . . .	FS	415.000	136.000	14.000	265.000

En ce qui concerne l'Emprunt Dawes, il ne reste en circulation que des obligations de consolidation, qui viendront à échéance le 15 octobre 1972; les obligations de conversion encore en circulation ont toutes été remboursées à leur échéance le 15 octobre 1969.

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 des réévaluations du deutsche mark, 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 de l'Emprunt Dawes est résumée dans le tableau de la page précédente, et celle de l'Emprunt Young dans le tableau ci-dessous.

**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 1969-70	1970-71	
Obligations de conversion					
allemande . . .	DM	14.505.000	2.250.000	249.000	12.006.000
américaine . . .	\$	55.516.000	8.873.000	1.022.000	45.621.000
belge . . . . .	FB	202.852.000	31.832.000	3.706.000	167.314.000
britannique . . .	£	20.663.700	3.221.900	370.900	17.070.900
française . . . .	FF	501.641.000	78.711.000	9.057.000	413.873.000
néerlandaise . .	FL	52.574.000	8.084.000	923.000	43.567.000
suédoise . . . .	KRS	92.780.000	14.515.000	1.668.000	76.597.000
suisse . . . . .	FS	58.385.000	9.153.000	1.011.000	48.221.000
Obligations de consolidation					
allemande . . . .	DM	416.000	62.000	6.000	348.000
américaine . . .	\$	9.013.000	1.368.000	144.000	7.501.000
belge . . . . .	FB	45.683.000	7.030.000	735.000	37.918.000
britannique . . .	£	4.930.400	749.600	78.900	4.101.900
française . . . .	FF	110.490.000	16.697.000	1.753.000	92.040.000
néerlandaise . .	FL	8.499.000	1.292.000	136.000	7.071.000
suédoise . . . .	KRS	6.014.000	923.000	91.000	5.000.000
suisse . . . . .	FS	1.405.000	213.000	22.000	1.170.000

\* Valeur nominale au 1er mai 1971, établie conformément aux dispositions de l'Accord de Londres du 27 février 1953 sur les dettes extérieures allemandes, mais sans tenir compte des réévaluations du deutsche mark en mars 1961 et en octobre 1969.

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 ci-après résume la situation actuelle de l'Emprunt.

**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 1969	1970	
américaine . . .	\$	1.667.000	807.000	96.000	764.000
anglo-néerlandaise	£	856.600	410.400	44.400	401.800
suisse . . . . .	FS	7.102.000	2.858.000	359.000	3.885.000

#### 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

#### Emprunts garantis de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier.

Séries de titres garantis	Date de l'émission	Pays d'émission	Bailleurs de fonds	Montant initial des emprunts	Montant non remboursé au 1er avril 1971	Taux d'inté- rêt %	Année de la dernière échéance
1 <sup>re</sup>	1954	Etats-Unis	Gouvernement des Etats-Unis	\$ 100.000.000	51.200.000	3 1/2	1979
2 <sup>e</sup>	1955	Belgique	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	118.600.000	3 1/2	1982
3 <sup>e</sup>	1955	Allemagne	Westdeutsche Landesbank Giro- zentrale, Düsseldorf et Münster <sup>1</sup>	DM 50.000.000	24.888.900	3 1/2	1981
4 <sup>e</sup>	1955	Luxembourg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg	FB 20.000.000 FLUX 5.000.000	11.860.000 —	3 1/2 —	1982 —
5 <sup>e</sup>	1956	Sarre	Landesbank und Girozentrale Saar, Sarrebuck	DM 2.977.450 <sup>2</sup>	1.313.055	4 1/2	1977
6 <sup>e</sup>	1956	Suisse	Emission publique	FS 50.000.000	16.250.000	4 1/2	1974
7 <sup>e</sup> <sup>3</sup>	1957	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	7.900.000	5 1/2	1975
10 <sup>e</sup>	1957	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	69.942.698	5 1/2	1982
11 <sup>e</sup> <sup>3</sup>	1958	Etats-Unis	Emission publique	\$ 35.000.000	18.900.000	5	1978
13 <sup>e</sup> <sup>3</sup>	1960	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	16.750.000	5 1/2	1980
15 <sup>e</sup>	1961	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	81.367.373	5 1/2	1986
16 <sup>e</sup>	1961	Pays-Bas	Emission publique	FL 50.000.000	36.600.000	4 1/2	1981

<sup>1</sup> Les bailleurs de fonds d'origine, à savoir la Rheinische Girozentrale und Provinzialbank et la Landesbank für Westfalen Girozentrale, ont fusionné à dater du 1er janvier 1969 pour former la Westdeutsche Landesbank Girozentrale.  
<sup>2</sup> 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.  
<sup>3</sup> Les titres garantis des 8<sup>e</sup>, 9<sup>e</sup>, 12<sup>e</sup> et 14<sup>e</sup> séries ont été entièrement remboursés.

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. 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.

Ces emprunts garantis ont été émis, pendant la période allant jusqu'à l'année 1961 comprise, pour un montant total équivalant à environ 821 millions de francs. Depuis septembre 1961, la Communauté a 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.

Les remboursements effectués par la Communauté jusqu'au 1er avril 1971, au titre des emprunts garantis, atteignent l'équivalent d'environ 450 millions de francs, de sorte que le montant total restant dû se trouve ramené à l'équivalent d'environ 371 millions de francs. Des détails complémentaires sur ces emprunts sont fournis dans le tableau de la page précédente. La Communauté a affecté le produit de ces emprunts à l'octroi de prêts dans les pays membres.

Au cours de l'exercice 1970-71, la Banque a reçu des bénéficiaires de ces prêts et réparti entre les Agents-payeurs, pour le service des emprunts garantis, l'équivalent d'environ 20 millions de francs au titre des intérêts et d'environ 41 millions de francs au titre de l'amortissement.

#### **6. Bénéfices nets et répartition.**

Les comptes du quarante et unième exercice clos le 31 mars 1971 ont fait apparaître un excédent de 133.049.026 francs. L'excédent de l'exercice 1969-70 était de 101.368.556 francs. Cette très forte augmentation des profits s'explique principalement, cette année encore, par l'accroissement considérable des ressources de la Banque en monnaies et par le développement notable du volume de ses opérations; ces deux mouvements ont déjà été mentionnés dans la section 2 du présent Chapitre.

Le Conseil d'administration a transféré 1.600.120 francs à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels» et 32.000.000 de francs à la «Provision pour immeubles». Après déduction de ces deux versements, le bénéfice net atteint 99.448.906 francs, contre 83.179.570 francs pour l'exercice précédent. Sa répartition est réglée par l'article 51, alinéas 2, 3, 4 et 5, des Statuts.

Conformément à ces dispositions des Statuts, le Conseil d'administration propose à l'Assemblée générale de répartir le bénéfice net de 99.448.906 francs de la manière suivante:

- 1) une somme de 25.448.906 francs sera affectée au versement d'un dividende global de 56,25 francs par action; ce dividende comprendra, à raison de 37,50 francs, le montant du dividende prioritaire de 6% l'an et, à raison de 18,75 francs, le dividende maximum supplémentaire de 3% l'an; il sera payable au titre d'un exercice complet dans le cas de 448.325 actions et au titre de trois mois d'exercice dans le cas des 16.400 actions émises au cours de l'exercice 1970-71;
- 2) une somme de 37.000.000 de francs sera transférée au «Fonds de réserve générale»;
- 3) une somme de 14.800.000 francs sera transférée au «Fonds spécial de réserve de dividendes»; et
- 4) le reliquat du bénéfice net disponible, soit 22.200.000 francs, sera transféré au «Fonds de réserve libre». Le Conseil d'administration a le droit d'utiliser ce fonds pour tout objet conforme aux dispositions des Statuts.

L'affectation au «Fonds spécial de réserve de dividendes» de la somme de 14.800.000 francs, qui correspond pour l'exercice en cause au maximum autorisé par les Statuts, permettra de porter ce fonds à 36.807.964 francs; ce montant correspond à peu près à la somme nécessaire pour assurer le versement du dividende prioritaire de 6% l'an pendant deux ans sur le capital actuellement versé.

En ce qui concerne le dividende payé au titre de l'exercice 1970-71, les propositions du Conseil prévoient que le montant total s'élèvera à 56,25 francs par action quand la répartition concernera un exercice entier et à 14,0625 francs quand elle portera sur une période de trois mois. Ces montants seront payables le 1er juillet 1971, à raison de 75,05 francs suisses et de 18,76 francs suisses respectivement par action, aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 20 juin 1971. Bien que le dividende en francs soit le même que celui qui a été versé l'an dernier, la réévaluation du franc suisse, avec effet au 10 mai 1971, a eu pour conséquence une réduction du montant payable en francs suisses du dividende proposé cette année par rapport à celui de l'an dernier. Toutefois, dans le cas des dividendes payables en francs suisses qui n'ont pas été réglés les années précédentes, les mesures nécessaires ont été prises pour qu'ils soient réglés à concurrence des montants en francs suisses fixés à la date à laquelle ils ont été déclarés par l'Assemblée générale.

On trouvera, à la fin du présent Rapport, le bilan, le compte de profits et pertes, l'affectation proposée des bénéfices nets et un état indiquant l'évolution, au cours de l'exercice, du capital versé, des fonds de réserve et des provisions.

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 présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1971 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Le rapport de MM. Price Waterhouse & Co. est apposé au bas du bilan.

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

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a eu à déplorer deux pertes cruelles : d'abord celle du Vice-Président du Conseil, M. Maurice Frère, décédé le 11 août 1970, à la suite d'un accident survenu au cours d'un voyage en Turquie, et ensuite celle de son Directeur général, M. Gabriel Ferras, décédé le 23 décembre 1970 à la suite d'un accident d'automobile en France.

Le Président a rendu hommage, à la séance du Conseil du 14 septembre 1970, aux qualités remarquables et aux grands talents de M. Frère. Membre du Conseil pendant vingt-six ans, M. Frère en fut le Président de 1946 à 1958 et le Vice-Président de 1965 à sa mort. Il fut aussi Président de la Banque de 1948 à 1958.

A la séance du Conseil tenue le 11 janvier 1971, le Président a rappelé les grandes qualités professionnelles et humaines de M. Ferras et la contribution remarquable qu'il a apportée au développement des activités de la Banque au cours des huit années trop brèves pendant lesquelles il en fut le Directeur Général. De par sa formation, son expérience antérieure et ses qualités personnelles, il était éminemment qualifié pour occuper ce poste, et il a assumé ses fonctions avec une dignité et un succès qui lui ont valu l'estime de tous, tant à la Banque même qu'au-dehors. Tous les membres du Conseil et du personnel de la Banque ont perdu avec Gabriel Ferras non seulement un Directeur Général d'une valeur exceptionnelle, mais aussi un véritable ami.

\* \* \*

Le Dr Jelle Zijlstra, dont les mandats de Président du Conseil et de Président de la Banque venaient à expiration le 30 juin 1970, a été réélu à ces postes, conformément à l'article 38 des Statuts, à la séance du Conseil du 8 juin 1970, pour une période de trois ans qui prendra fin le 30 juin 1973.

Le Dr Rudolf Brinckmann s'est démis le 31 juillet 1970 de ses fonctions d'administrateur, qu'il assumait depuis juin 1950. A la séance du Conseil du 6 juillet 1970, un hommage chaleureux lui a été rendu pour les services très précieux qu'il a rendus à la Banque pendant tant d'années.

A la séance du Conseil du 14 septembre 1970, le Président a annoncé que le Dr Karl Klasen, Président de la Deutsche Bundesbank, avait nommé le Dr Leonhard Gleske membre du Conseil pour occuper le poste rendu vacant par la démission du Dr Brinckmann. Cette nomination a été effectuée conformément aux articles 27 (2) et 28 des Statuts, pour la période non expirée du mandat du Dr Brinckmann, qui prendra fin le 31 décembre 1972. Le Président a souhaité la bienvenue au Dr Gleske à l'occasion de la première séance du Conseil à laquelle il assistait.

A la séance du Conseil du 9 novembre 1970, M. Henri Deroy, administrateur depuis 1948, a été élu Vice-Président du Conseil pour une période de trois ans allant du 1er novembre 1970 au 31 octobre 1973.

Le Président a annoncé à la séance du 11 janvier 1971 que le Baron Ansiaux, Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, avait nommé, conformément aux articles 27 (2) et 28 des Statuts, M. Robert Vandeputte au poste d'administrateur rendu vacant par la mort de M. Frère, pour la période non expirée du mandat de ce dernier, qui prendra fin le 7 août 1972.

A la fin de février 1971, le Baron Ansiaux s'est démis de ses fonctions de Gouverneur de la Banque Nationale de Belgique, et a été remplacé par M. Vandeputte, qui est devenu de ce fait administrateur d'office à dater du 1er mars 1971. A la séance du Conseil du 8 mars 1971, le Président a annoncé que M. Vandeputte avait nommé le Baron Ansiaux membre du Conseil, conformément aux articles 27 (2) et 28 des Statuts, pour la période qui prendra fin le 7 août 1972. Le Président a ajouté que les membres du Conseil se félicitaient de voir rester parmi eux le Baron Ansiaux, qui était administrateur d'office depuis août 1957.

Le Dr Edwin Stopper, dont le mandat venait à expiration le 31 mars 1971, a été réélu conformément à l'article 27 (3) des Statuts, à la séance du Conseil du 8 mars 1971, pour une nouvelle période de trois ans qui prendra fin le 31 mars 1974.

Le Président a informé le Conseil, à sa séance du 19 avril 1971, que M. Vandeputte avait nommé M. Georges Janson pour être son suppléant à la place de M. Cecil de Strycker. Il a exprimé à M. de Strycker la gratitude de la Banque pour les précieux services qu'il lui a rendus pendant plus de quinze ans.

A sa séance du 19 avril 1971, le Conseil a décidé de nommer M. René Larre Directeur Général de la Banque. M. Larre a pris ses nouvelles fonctions le 1er mai 1971.

M. Georges Janson, qui était Directeur à la Banque depuis avril 1962, s'est démis de ses fonctions le 4 avril 1971, en raison de sa nomination au poste de Directeur à la Banque Nationale de Belgique. A la séance du 19 avril 1971, le Président a exprimé la gratitude du Conseil à M. Janson pour le travail de valeur qu'il a accompli à la Banque pendant ses neuf années de service.

Le Président a annoncé, à la séance du Conseil du 8 mars 1971, que la Banque avait décidé de nommer Sous-Directeurs, à dater du 1er avril 1971, MM. Warren D. McClam, Michael G. Dealtry et Robert Chaptinel. Tous trois faisaient partie, depuis de nombreuses années, des cadres supérieurs du personnel.

\* \* \*

La Banque a appris avec un profond regret la mort de Sir Otto Niemeyer, survenue le 6 février 1971, et celle de M. Karl Blessing, survenue le 25 avril 1971. Sir Otto avait été administrateur de juin 1932 à mars 1965 et, au cours de son mandat exceptionnellement long, avait été Président du Conseil pendant trois ans et Vice-Président pendant dix-huit ans. M. Blessing n'avait quitté le Conseil que depuis fin 1969, quand il s'était démis de ses fonctions de Président de la Deutsche Bundesbank. Il était membre du Conseil d'administration depuis janvier 1958.

## CONCLUSION.

La principale conclusion à tirer des développements économiques et monétaires de l'année passée, c'est qu'aucun résultat concluant n'a été atteint: la réalisation des objectifs fixés doit être classée sous la rubrique des «travaux en cours».

L'économie américaine comme celle du Royaume-Uni ont languie dans un état de sous-utilisation des ressources, tandis que, dans la plupart des autres pays industriels, le taux de croissance du produit national a plafonné ou fléchi. Dans presque tous les pays, les efforts déployés pour maîtriser la hausse des prix n'ont connu que peu de succès, alors que les augmentations de salaires ont en général dépassé les pourcentages, déjà élevés, enregistrés en 1969; le déséquilibre des paiements internationaux a été beaucoup plus prononcé que l'année précédente, mais il est dû aux mouvements de capitaux à court terme plutôt qu'aux balances de base; enfin, en mai 1971, une nouvelle crise monétaire a éclaté, à l'issue de laquelle le deutsche mark et le florin ont rejoint le dollar canadien dans le camp des monnaies flottantes, le franc suisse et le schilling autrichien se sont trouvés réévalués et la confiance dans le dollar ne s'est pas affermie.

Parmi ces sujets de préoccupation, le moindre a été l'évolution de la production industrielle. Dans la plupart des pays, le ralentissement de l'activité économique a répondu à des mesures destinées à contenir l'inflation et la difficulté a résidé dans la lenteur avec laquelle ce ralentissement s'est produit. Au Royaume-Uni, la production a progressé légèrement plus que l'année précédente, mais le taux de chômage s'est accru pendant les derniers mois. Cela était, du reste, prévisible, dès lors que la priorité avait été donnée au redressement de la balance des paiements; un changement de la politique dans le sens d'une reprise de l'expansion n'est intervenu qu'avec le budget de 1971. Aux Etats-Unis, la reprise de l'activité ne s'est pas produite aussi rapidement qu'on aurait pu l'espérer, mais il n'y a, semble-t-il, guère de raison d'être inquiet à ce sujet pour l'avenir. La politique monétaire a été progressivement assouplie depuis le début de 1970, mais les circonstances étaient telles que cet assouplissement ne pouvait pas, à lui seul, provoquer une relance accélérée. En effet, l'inflation, qui l'an dernier a suivi une évolution autonome, absorbait une partie de l'accroissement de la masse monétaire, tandis que, de leur côté, les entreprises se préoccupaient de reconstituer leurs trésoreries. Ceci explique en grande partie l'émission d'un volume exceptionnellement élevé d'emprunts sur le marché financier. Avec des marges bénéficiaires réduites et un faible degré d'utilisation de leur capacité de production, les entreprises n'étaient pas incitées à s'engager dans des dépenses d'installation et d'équipement de nature à relancer l'expansion. On a épilogué sur l'atonie des dépenses des consommateurs et sur le taux élevé d'épargne des ménages, mais ces facteurs n'ont pas été très différents de ce qu'ils avaient été lors des récessions antérieures. En tout cas, il paraît certain que, si des mesures complémentaires s'avèrent nécessaires, elles seront prises. Plus inquiétantes pour l'avenir sont la vigueur de l'inflation des prix et l'inefficacité des mesures prises pour la combattre. Dans nombre de pays, les prix de



détail par exemple ont augmenté plus fortement que l'année précédente, la principale exception étant le Canada. L'indice des prix de détail a, dans la plupart des cas, progressé d'environ 5%, bien qu'au Japon, en Suède et au Royaume-Uni la hausse ait été voisine de 8%. Outre l'ampleur des hausses, il est frappant de constater que les prix des produits industriels ont fortement progressé, de telle manière que l'inflation n'a pas porté essentiellement sur les services et les loyers, comme ce fut le cas les années précédentes. Alors que la pression de la demande a été dans tous les pays déclinante ou nulle, c'est l'augmentation des charges salariales qui a été, l'an dernier, la cause principale de l'inflation. La hausse moyenne des salaires s'étage entre 8% pour la Suisse et 21% pour l'Italie. On ne possède pas de données comparables sur les taux de salaires aux Etats-Unis, mais la vigueur de la pression salariale apparaît dans la progression moyenne des gains, qui a atteint 6,3%, contre 6,1% l'année précédente. C'est là un taux très élevé pour une année de récession, au cours de laquelle la durée hebdomadaire du travail a diminué et le chômage s'est accru, tandis que les entreprises étaient placées devant la nécessité de réduire leurs coûts.

L'intensité des revendications de salaires formulées ces dernières années par les syndicats ouvriers ressort du nombre considérable de journées de travail perdues par suite de conflits sociaux. Des grèves d'une certaine ampleur ont éclaté en Suède — au début de 1971 — pour la première fois depuis la guerre. Au Royaume-Uni, le nombre de journées de travail perdues du fait des grèves, qui avait atteint en moyenne 3,1 millions par an de 1960 à 1968, s'est élevé à 6,9 millions en 1969 et à 11 millions en 1970; 9,5 millions de journées de travail ont été perdues durant le premier trimestre de 1971, qui fut marqué par les grèves des services postaux et de la Ford Motor Company. Aux Etats-Unis, la moyenne annuelle des journées perdues lors de grèves a légèrement dépassé 20 millions de 1960 à 1966, pour atteindre 49 millions au cours de la période 1967-70, dont 62 millions pour la seule année 1970. En France, après les bouleversements de mai-juin 1968, la situation a été relativement calme sur le front social l'année dernière encore, bien que les taux de salaires aient poursuivi leur rapide ascension. Pour l'Italie, la période la plus mauvaise a été le dernier trimestre de 1969, mais pourtant 12 millions de journées environ ont été perdues pendant le premier semestre de 1970, contre 9 millions pour l'ensemble de l'année 1968. Si importants qu'ils soient, ces chiffres ne rendent pas compte cependant de toutes les répercussions de l'agitation ouvrière sur le rendement et la production; plus encore que les questions de salaires, ce sont des facteurs politiques et sociaux qui ont motivé ces conflits. L'Allemagne fédérale est le seul grand pays qui fasse exception; les grèves y ont été rares et le nombre de journées de travail perdues au cours des deux ou trois dernières années a été inférieur à celui de la période de 1960-67. Il faut ajouter que les gains salariaux par personne employée dans l'industrie ont augmenté de 21 ½% pour la période de douze mois qui s'est achevée en décembre 1970.

L'expérience du passé a amplement fait apparaître les troubles engendrés par l'inflation: l'accentuation du cycle économique, les difficultés de balance des paiements, l'amenuisement du marché des valeurs à revenu fixe, sans parler des conséquences plus lointaines sur le plan social et politique. L'un des effets récents de ce phénomène a été la réduction des marges bénéficiaires et, par voie de conséquence, la compression des dépenses d'installation et d'équipement. Si cette situation persiste, comme on peut le

redouter, il apparaît clairement que l'amélioration de la productivité et l'expansion considérable de la production réalisées au cours des vingt dernières années seront mises en péril. Il est paradoxal de constater que des augmentations excessives des salaires nominaux, acquises au terme d'après revendications, peuvent être la cause d'une moindre progression des salaires réels.

Pourtant, quoi qu'aient pu faire apparaître les excès commis depuis un ou deux ans, ils ont aussi démontré que la seule action sur la demande — notamment quand elle s'exerce essentiellement par la politique monétaire — n'est un remède ni rapide ni efficace dans la lutte contre l'inflation par les salaires. Les événements ont démontré, de façon plus frappante que jamais, que la politique des revenus est un instrument dont il faudrait exploiter plus à fond les possibilités pour orienter de façon plus satisfaisante l'évolution économique. On a constaté en effet que le secteur privé ne pouvait se permettre de laisser les conflits sociaux se prolonger à l'excès et aussi que le libre jeu des forces du marché ne permettait pas de faire contrepoids au pouvoir monopolistique des syndicats, même lorsque la demande de main-d'œuvre était réduite à un niveau de récession.

Il faut bien admettre qu'une politique des revenus efficace de manière continue n'a pas encore été découverte, qu'elle est semée de difficultés politiques et qu'il peut se produire des circonstances dans lesquelles il est pratiquement impossible de prendre de nouvelles initiatives dans ce domaine. Néanmoins, c'est un défi que les responsables politiques ne peuvent ignorer. Peut-être faudra-t-il renforcer la législation du travail ou user davantage de l'influence gouvernementale, ou encore éclairer l'opinion sur les données réelles du problème. De surcroît, le secteur public lui-même, qui est de loin le principal employeur, peut difficilement s'abstenir de pratiquer à l'égard de ses propres agents une politique équitable et bien définie qui puisse servir de modèle au secteur privé.

L'opinion selon laquelle le système monétaire international est depuis quelques années sujet à des crises a reçu une nouvelle confirmation avec la secousse qui a ébranlé les marchés des changes au début du mois de mai de cette année, si peu de temps après la crise d'octobre 1969. Cependant, chaque crise a ses caractères propres tant en ce qui concerne ses raisons profondes que ses causes immédiates. Si le déficit de la balance américaine des paiements constitue, à n'en pas douter, un élément permanent de précarité de la situation monétaire internationale, la tendance au cours de l'année a plutôt été orientée vers une réduction des excédents et des déficits de base dans les différents pays, y compris les Etats-Unis. Ce sont donc davantage les mouvements massifs de fonds à court terme, décrits dans ce Rapport, qui ont constitué la cause profonde des perturbations récentes. En fait, on peut dire que c'est la première crise des années récentes qui n'a pas été fondamentalement provoquée par un déséquilibre de base des paiements internationaux, c'est-à-dire portant sur les biens, les services et les capitaux à long terme.

Les origines de cette dernière crise remontent, évidemment, à l'année 1969, durant laquelle la politique monétaire restrictive appliquée aux Etats-Unis a attiré vers ce pays un afflux important de fonds à court terme dépassant \$8 milliards. Ces capitaux représentaient pour l'essentiel des emprunts effectués par les banques américaines auprès

de leurs succursales à l'étranger et résultaient du maintien, à des taux anormalement bas, des plafonds d'intérêts créditeurs fixés par la Réglementation Q. Dans ces conditions, non seulement les efforts accomplis pour calmer la surchauffe ont été trop exclusivement centrés sur la politique monétaire, mais encore cette politique monétaire elle-même a été mise en œuvre sans porter une attention suffisante à ses effets internationaux. Au moment où les fonds étaient transférés sur une si grande échelle du marché des euro-monnaies vers les banques américaines, il pouvait être prévu que le reflux (qui ne manquerait pas de se produire lorsque la phase de haute conjoncture prendrait fin aux Etats-Unis) engendrerait des difficultés sur les marchés monétaires et les marchés des changes européens. C'est pourquoi il n'est pas tellement surprenant que des remous soient effectivement survenus en 1970-71. Non seulement les entrées de fonds aux Etats-Unis en 1969 avaient couvert le déficit de base de la balance des paiements, mais elles avaient en outre permis de dégager un excédent de \$2,7 milliards de la balance des paiements sur la base des règlements officiels. De ce fait, le déficit enregistré par la suite sur la base des règlements officiels a dû financer tant cet excédent artificiel que les déficits de base de 1969 et 1970; en fait, il a même atteint un montant plus élevé, si l'on tient compte des résultats du premier trimestre de 1971.

Pour expliquer ces mouvements, il faut examiner l'évolution de la situation des deux côtés de l'Atlantique. Le processus a été amorcé par l'assouplissement de la politique monétaire américaine au début de 1970. D'un autre côté, il a été amplifié par le resserrement monétaire rigoureux pratiqué dans plusieurs pays d'Europe, qui a opéré comme un aimant sur les capitaux provenant du marché américain et de celui de l'euro-dollar, sur lesquels les taux d'intérêt étaient en baisse. Les montants en cause se sont révélés considérables dans le cas de l'Allemagne, où il n'existait aucune réglementation des emprunts à l'étranger pour les entreprises industrielles et ils ont été aussi très appréciables en ce qui concerne le Royaume-Uni.

Ces afflux de capitaux se sont accélérés au premier trimestre de 1971, pour conduire finalement à l'incertitude sur les marchés des changes. A partir du début d'avril, une forte poussée spéculative s'est déclenchée sur le deutsche mark, qui s'est transformée en un véritable raz-de-marée dans les premiers jours de mai. S'en étant vainement remis, pendant tant de mois, au maintien de taux d'intérêt élevés pour calmer l'emballement de l'économie, les autorités allemandes n'avaient guère d'autre choix le 5 mai que de fermer le marché des changes et de laisser flotter le deutsche mark. S'il est vrai que des prises de position en faveur d'un taux de change flottant pour le deutsche mark avaient été reproduites dans la presse, on ne saurait les considérer comme la cause réelle de la crise. Il faut plutôt la chercher dans l'ampleur des écarts de taux d'intérêt nés de l'application de politiques monétaires divergentes, et dans les déplacements massifs de capitaux qui en ont résulté.

Le yen japonais n'a été impliqué que marginalement dans la crise monétaire, bien que l'excédent extérieur ait pris de vastes proportions. L'adoption d'une position très ferme par les autorités en faveur du maintien de la parité existante a exercé un effet de dissuasion sur la spéculation. Il est certain que l'excédent actuel est exceptionnellement élevé, en raison de la stagnation de la demande au Japon; même lorsque la reprise se sera produite, la persistance d'un important excédent commercial paraît probable. Les autorités japonaises ont fait quelques pas vers le rétablissement

de l'équilibre en réduisant les barrières à l'importation des marchandises et en encourageant les exportations de capitaux. Un ensemble important de mesures dans ce sens a été pris récemment pour lutter contre les pressions à la réévaluation; ceci constitue une perspective encourageante.

Les événements de l'année écoulée, et ceux de 1969, ont servi à rappeler aux autorités un certain nombre de vérités premières. Tout d'abord, il est inutile pour elles de se fixer une série d'objectifs complexes — plein emploi, croissance économique, stabilité des prix et équilibre extérieur — si elles ne sont pas résolues à utiliser énergiquement les vastes pouvoirs dont elles disposent pour assurer la direction de l'économie. En particulier, les gouvernements ne peuvent pas s'attendre à réussir s'ils se refusent à recourir à des mesures impopulaires et s'en remettent entièrement aux moyens des banques centrales. La gestion de la masse monétaire est un instrument essentiel de la politique économique, mais ce n'est pas cependant une panacée, en particulier lorsque l'inflation a son origine dans une progression excessive des salaires.

En second lieu, les moyens de la politique monétaire eux-mêmes doivent être adaptés aux difficultés réelles de la situation, qu'elles soient d'ordre interne ou externe. Il est évident qu'il peut se révéler nécessaire de compléter les instruments traditionnels de la politique monétaire par des mesures spécifiques destinées à éviter une expansion indésirable du crédit, du fait soit du secteur non bancaire de l'économie soit des emprunts contractés à l'étranger. Ecarter a priori le recours à ces mesures revient à oublier que la raison d'être des banques centrales est de contrôler la monnaie et le crédit.

Il faut enfin faire face au problème de la persistance d'un important déficit de la balance américaine des paiements. La prolongation de ce déséquilibre affecte de manière défavorable le système monétaire international et conduit de plus en plus à rendre indispensables des restrictions à la liberté des échanges et des mouvements de capitaux internationaux. En aboutissant à laisser flotter le deutsche mark et le florin, la récente crise a entraîné un recul indéniable dans l'édification progressive du Marché Commun. Selon toute vraisemblance, d'autres difficultés de ce genre se produiront. L'accroissement continu de l'endettement officiel à court terme des Etats-Unis, combiné avec l'affirmation selon laquelle ce sont les autres monnaies plutôt que le dollar qui doivent s'ajuster, peuvent difficilement être considérés comme les derniers mots sur le sujet.

RENÉ LARRE

Directeur Général

# **BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES**

**AU 31 MARS 1971**

# BILAN AU

ACTIF

EN FRANCS OR (UNITÉS DE 0,290 322 58 ...)

		<u>%</u>
<b>Or</b> ... ..	4.202.105.282	17,6
<b>Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue</b> ... ..	53.286.450	0,2
<b>Bons du Trésor</b> ... ..	1.058.222.479	4,4
<b>Dépôts à terme et avances</b>		
Or		
A 3 mois au maximum ... ..	75.122.049	0,3
A plus de 3 mois ... ..	15.162.389	0,1
Monnaies		
A 3 mois au maximum ... ..	11.094.548.972	46,5
A plus de 3 mois ... ..	3.874.215.124	16,3
	15.059.048.534	
<b>Titres à terme</b>		
Or		
A 3 mois au maximum ... ..	264.536.957	1,1
A plus de 3 mois ... ..	159.440.632	0,7
Monnaies		
A 3 mois au maximum ... ..	2.673.223.893	11,2
A plus de 3 mois ... ..	385.783.133	1,6
	3.482.984.615	
<b>Divers</b> ... ..	822.137	0,0
<b>Terrain, immeubles et installations</b> ... ..	1	0,0
	<u>23.856.469.498</u>	<u>100</u>
<b>COMPTES D'ORDRE</b>		
a) Opérations à terme sur or:		
Solde net: or à recevoir (monnaies payables) ... ..	876.777.582	
b) Fonds, effets et autres titres gérés ou détenus par la Banque pour le compte de tiers:		
Or sous dossier ... ..	957.556.782	
Avoirs en banque ... ..	15.215.376	
Effets et autres titres sous dossier ... ..	499.312.792	

31 MARS 1971

GRAMME D'OR FIN — ART. 4 DES STATUTS)

PASSIF

			%
<b>Capital</b>			
Autorisé: 600.000 actions de 2.500 francs or chacune	1.500.000.000		
Emis: 464.725 actions ... ..	1.161.812.500		
libérées de 25% ... ..		290.453.125	1,2
<b>Réserves</b>			
Fonds de réserve légale ... ..	29.045.313		
Fonds de réserve générale ... ..	99.958.210		
Fonds spécial de réserve de dividendes ... ..	22.007.964		
Fonds de réserve libre ... ..	98.000.000		
		249.011.487	1,0
<b>Dépôts (or)</b>			
Banques centrales			
A vue ... ..	2.687.647.142		11,3
A 3 mois au maximum ... ..	1.691.193.098		7,1
A plus de 3 mois ... ..	401.555.940		1,7
Autres déposants			
A vue ... ..	158.940.023		0,7
		4.939.336.203	
<b>Dépôts (monnaies)</b>			
Banques centrales			
A vue ... ..	77.435.804		0,3
A 3 mois au maximum ... ..	16.438.156.306		68,9
A plus de 3 mois ... ..	808.999.237		3,4
Autres déposants			
A vue ... ..	19.247.017		0,1
A 3 mois au maximum ... ..	309.297.765		1,3
A plus de 3 mois ... ..	27.270.948		0,1
		17.680.407.077	
<b>Effets</b>			
A plus de 3 mois ... ..		466.450.851	1,9
<b>Divers</b>			
		50.690.849	0,2
<b>Provision pour immeubles</b>			
		80.671.000	0,4
<b>Compte de profits et pertes</b>			
		99.448.906	0,4
		<u>23.856.469.498</u>	<u>100</u>

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

A notre avis, le bilan et le compte de profits et pertes donnent une présentation sincère et régulière de l'état des affaires de la Banque au 31 mars 1971 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Nous avons obtenu toutes les informations et toutes les explications que nous avons demandées. La Banque a tenu ses livres d'une manière appropriée; le bilan et le compte de profits et pertes concordent avec les livres et avec les Informations et les explications qui nous ont été données.

Zurich, le 4 mai 1971.

PRICE WATERHOUSE & CO.

# COMPTE DE PROFITS ET PERTES

pour l'exercice social clos le 31 mars 1971

	Francs or
Revenu net provenant des intérêts et autres ressources ... ..	146.766.911
Moins: Frais d'administration:	
Conseil d'administration ... ..	171.708
Direction et personnel ... ..	10.361.121
Frais de bureau et divers ... ..	<u>3.185.056</u>
	<u>13.717.885</u>
Excédent net d'exploitation ... ..	133.049.026
Moins: Montants transférés aux provisions suivantes:	
Provision pour frais d'administration exceptionnels ... ..	1.600.120
Provision pour immeubles ... ..	<u>32.000.000</u>
	<u>33.600.120</u>
<b>BÉNÉFICE NET</b> de l'exercice clos le 31 mars 1971 ... ..	<u><u>99.448.906</u></u>

## RÉPARTITION DU BÉNÉFICE NET

(Article 51 des Statuts)

	Francs or
Bénéfice net ... ..	99.448.906
Dividende de 6% l'an sur le capital versé	
37,50 francs or par action sur 448.325 actions pour douze mois ... ..	16.812.187
9,375 francs or par action sur 16.400 actions pour trois mois ... ..	<u>153.750</u>
	<u>16.965.937</u>
	82.482.969
Dividende supplémentaire (maximum statutaire) de 3% l'an sur le capital versé	
18,75 francs or par action sur 448.325 actions pour douze mois ... ..	8.406.094
4,6875 francs or par action sur 16.400 actions pour trois mois ... ..	<u>76.875</u>
	<u>8.482.969</u>
	74.000.000
Transfert au Fonds de réserve générale ... ..	<u>37.000.000</u>
	37.000.000
Transfert au Fonds spécial de réserve de dividendes (maximum statutaire) ...	<u>14.800.000</u>
	<u>22.200.000</u>
Transfert au Fonds de réserve libre ... ..	<u><u>22.200.000</u></u>



(non compris les affectations aux réserves à décider par l'Assemblée Générale annuelle)

---

Solde au 1er avril 1970:		
448.325 actions, de 2.500 francs or chacune, libérées de 25%	...	290.203.125
Plus: 16.400 actions, de 2.500 francs or chacune, libérées de 25%, émises pendant l'exercice social 1970-71	...	10.250.000
Solde au 31 mars 1971, selon bilan	...	290.453.125

	Fonds de réserve légale	Fonds de réserve générale	Fonds spécial de réserve de dividendes	Fonds de réserve libre
Soldes au 1er avril 1970	28.020.313	64.833.210	10.007.964	80.000.000
Plus: Transferts du compte de profits et pertes 1969-70		30.000.000	12.000.000	18.000.000
Affectation de la prime reçue sur l'émission de 16.400 actions nouvelles	1.025.000	5.125.000		
Soldes au 31 mars 1971, selon bilan	29.045.313	99.958.210	22.007.964	98.000.000

Solde au 1er avril 1970	48.671.000
Plus: Transfert du compte de profits et pertes 1970-71	<u>32.000.000</u>
Solde au 31 mars 1971, selon bilan	80.671.000

## CONSEIL D'ADMINISTRATION

Dr J. Zijlstra, Amsterdam	Président du Conseil d'administration, Président de la Banque
Henri Deroy, Paris	Vice-Président

Baron Ansiaux, Bruxelles  
M. J. Babington Smith, Londres  
Dr Guido Carli, Rome  
Dr Leonhard Gleske, Brême  
Dr Karl Klasen, Francfort-sur-le-Main  
Dr Donato Menichella, Rome  
The Rt. Hon. Sir Leslie O'Brien, Londres  
Dr Edwin Stopper, Zurich  
Robert Vandeputte, Bruxelles  
Olivier Wormser, Paris  
Per Åsbrink, Stockholm

## Suppléants

Dr Paolo Baffi, Rome, ou  
Prof. Francesco Masera, Rome  
Bernard Clappier, Paris, ou  
Marcel Théron, Paris  
Dr Otmar Emminger, Francfort-sur-le-Main, ou  
Johannes Tüngeler, Francfort-sur-le-Main  
Georges Janson, Bruxelles  
C. J. Morse, Londres, ou  
R. G. Raw, Londres

## DIRECTION

René Larre	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
Henri Guisan	Conseiller juridique
Dr Antonio Rainoni	Directeur

---

D. H. Stapleton	Directeur Adjoint
Prof. Dr F. E. Klein	Directeur Adjoint
A. N. Barltrop	Sous-Directeur
Dr Warren D. McClam	Sous-Directeur
M. G. Dealtry	Sous-Directeur
Robert Chaptinel	Sous-Directeur