

**BANQUE DES
RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX**

TRENTE-NEUVIÈME RAPPORT ANNUEL

1^{ER} AVRIL 1968 – 31 MARS 1969

BÂLE

9 JUIN 1969

TABLE DES MATIÈRES.

	Page
Introduction	1
I. Les causes principales de déséquilibre	3
<p>Allemagne fédérale (p. 5); France (p. 17); Royaume-Uni (p. 27); Etats-Unis (p. 37); création de réserves au sein du système monétaire international (p. 45).</p>	
II. Monnaie, crédit et marchés des capitaux	51
<p>Inflation et taux d'intérêt (p. 52); épargne, investissement et taux d'intérêt (p. 53); crédits bancaires et formation d'avoires liquides (p. 57); émissions nationales de valeurs mobilières (p. 61); émissions étrangères et émissions internationales d'obligations (p. 64); émissions étrangères (p. 64), émissions internationales (p. 66); situation des différents pays: Canada (p. 71), Japon (p. 73), Italie (p. 75), Suisse (p. 77), Autriche (p. 79), Belgique (p. 81), Pays-Bas (p. 83), Danemark (p. 85), Norvège (p. 88), Suède (p. 89), Finlande (p. 92), Espagne (p. 93), Portugal (p. 95); Europe de l'Est (p. 96): Union Soviétique (p. 97), Tchécoslovaquie (p. 98), Hongrie (p. 99), République démocratique allemande (p. 99), Roumanie (p. 99), Bulgarie (p. 99), Albanie (p. 100), Pologne (p. 100), Yougoslavie (p. 100).</p>	
III. Echanges et paiements internationaux	101
<p>Exportations mondiales (p. 101); évolution du commerce mondial de 1880 à 1968 (p. 102); importations et exportations par zones (p. 102); balances des paiements par zones (p. 104); modifications des structures des mouvements de capitaux (p. 106); balances des paiements des pays d'Europe occidentale (p. 113); C.E.E. (p. 113), A.E.L.E. (p. 115), autres pays d'Europe occidentale (p. 115), Italie (p. 116), Union Economique Belgo-Luxembourgeoise (p. 118), Pays-Bas (p. 120), Espagne (p. 123), Grèce (p. 123), Autriche (p. 125), Suisse (p. 125), Danemark (p. 126), Finlande (p. 128), Suède (p. 129), Norvège (p. 131), Canada (p. 132), Japon (p. 134).</p>	
IV. Or, réserves monétaires et changes	138
<p>Production et marchés de l'or (p. 138); Fonds Monétaire International (p. 146); réserves officielles et autres mouvements monétaires: Etats-Unis (p. 150), Royaume-Uni (p. 154), Second Arrangement Collectif concernant les balances sterling (p. 155), pays continentaux d'Europe occidentale (p. 157), Allemagne fédérale (p. 161), Suisse (p. 161), Italie (p. 164), Autriche (p. 165), France (p. 166), Belgique (p. 167), Pays-Bas (p. 168), autres pays d'Europe (p. 168), Canada (p. 169), Japon (p. 170); marchés des changes (p. 170); livre sterling (p. 171), deutsche mark (p. 173), franc suisse (p. 176), franc français (p. 177), lire (p. 178), autres monnaies (p. 179); franc belge (p. 179), florin néerlandais (p. 179), schilling autrichien (p. 180), couronne norvégienne (p. 180), couronne suédoise (p. 180), couronne danoise (p. 180), peseta espagnole (p. 180), escudo portugais (p. 180), dollar canadien (p. 180), yen japonais (p. 181); autres événements dans le domaine des changes (p. 181).</p>	

	Page
V. Le marché des Euro-Monnaies	185
<i>Positions globales envers l'étranger (p. 187), répartition géographique (p. 191), dimensions nettes du marché de l'Euro-dollar (p. 194), évolution des taux d'intérêt (p. 200).</i>	
VI. Accord Monétaire Européen	207
<i>Prorogation 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); activité des organes de l'Accord Monétaire Européen (p. 213).</i>	
VII. Activités de la Banque	215
<i>Développement de la coopération entre banques centrales et organisations internationales (p. 215); opérations du Département bancaire (p. 216); composition des ressources (p. 217), utilisation des ressources (p. 224); la Banque comme Mandataire (Trustee) et Agent financier d'emprunts publics internationaux (p. 224); la Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier (p. 226); la Banque comme Agent de l'O.C.D.E. (Accord Monétaire Européen) (p. 228); bénéfices nets et répartition (p. 228); aménagement du capital et des Statuts de la Banque (p. 229); modifications dans la composition du Conseil d'administration et de la Direction (p. 232).</i>	
Conclusion	234

Bilan et compte de Profits et Pertes au 31 mars 1969.

LISTE DES TABLEAUX ET DES GRAPHIQUES.

(Les graphiques sont indiqués par un astérisque.)

	Page
I. Les causes principales de déséquilibre	
Allemagne:	
Evolution des exportations, des importations et de la demande intérieure et étrangère*	11
Balance des paiements	13
France:	
Balance des paiements	22
Royaume-Uni:	
Balance des paiements	32
Budget	35
Etats-Unis:	
Budget fédéral	39
Balance des paiements	42
Variations des réserves monétaires globales.	46
Origines des variations des réserves globales	48
II. Monnaie, crédit et marchés des capitaux	
Variations des rendements des obligations et des prix intérieurs	52
Epargne, investissement et rendements des obligations*	54
Système bancaire: évolution de la situation monétaire	58
Taux d'escompte officiels	60
Marchés nationaux des capitaux: Montant net des émissions	63
Emissions étrangères et émissions internationales d'obligations	65
Emissions internationales d'obligations*	68
Rendements des obligations en dollars E.U. et en deutsche marks*	69
Japon: Variations des avoirs et des engagements financiers	74
Suède: Flux nets de crédits	90
Economies des pays de l'Europe de l'Est: Revenu national, production industrielle et agricole	98
III. Echanges et paiements internationaux	
Commerce international	101
Evolution du commerce mondial et des prix des échanges commerciaux dans le monde*	102
Pays industriels: progression des exportations à destination des différentes zones	104

	Page
Balances des paiements: positions effectives et variations	105
Etats-Unis: Balance des mouvements de capitaux privés	108
Balance des paiements:	
Pays d'Europe occidentale	114
Italie	116
Union Economique Belgo-Luxembourgeoise	119
Pays-Bas	121
Suède	129
Canada	133
Japon	135

IV. Or, réserves monétaires et changes

Production mondiale d'or	138
Origines et utilisations de l'or	140
Cours de l'or sur le marché*	141
Encaisses-or dans le monde	143
Fonds Monétaire International: Tirages et rachats	147
Etats-Unis: Mouvements monétaires avec l'étranger	150
Royaume-Uni: Mouvements monétaires avec l'étranger	153
Pays d'Europe continentale, Canada et Japon: Positions monétaires extérieures	160
Allemagne fédérale: Mouvements monétaires avec l'étranger	161
France: Mouvements monétaires avec l'étranger	166
Cours de la livre par rapport au dollar des Etats-Unis*	172
Cours du deutsche mark et du franc suisse par rapport au dollar des Etats-Unis*	174
Cours du franc français et de la lire italienne par rapport au dollar des Etats-Unis*	177

V. Le marché des Euro-Monnaies

Engagements et avoirs à court terme de banques commerciales en certaines monnaies étrangères envers des non-résidents*	168
Variations des positions extérieures des banques en certaines monnaies étrangères	189
Positions en dollars de banques européennes envers des non-résidents	193
Estimation des dimensions du marché de l'Euro-dollar	197
Taux d'intérêt du dollar et du franc suisse sur les marchés nationaux et à l'étranger*	201
Engagements et avoirs à court terme des banques à l'égard des non-résidents	204
Engagements et avoirs à court terme de banques commerciales en certaines monnaies étrangères envers des non-résidents	205
Engagements et avoirs à court terme de banques commerciales en certaines monnaies étrangères envers des non-résidents, non compris les pays d'émission des monnaies en cause	206

VI. Accord Monétaire Européen

Fonds Européen: Utilisation des crédits consentis	209
Système Multilatéral de Règlements: Paiements effectués	210
Fonds Européen: Situation des comptes	212

VII. Activités de la Banque

Evolution du total du bilan	216
Comptes d'ordre	217
Passifs*	218
Composition des ressources	219
Fonds empruntés d'après leur origine	219
Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée	220
Actifs*	221
Position-or	221
Encaisses et autres placements	222
Dépôts à terme et avances, autres effets et titres	223
Emprunt extérieur allemand 1924 (Emprunt Dawes)	225
Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young)	225
Emprunt international de la République fédérale d'Autriche 1930.	226
Emprunts garantis de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier	227

TRENTE-NEUVIÈME RAPPORT ANNUEL

soumis à

l'ASSEMBLÉE GÉNÉRALE

de la

BANQUE DES RÈGLEMENTS INTERNATIONAUX

tenue à

Bâle, le 9 juin 1969.

Messieurs,

J'ai l'honneur de vous soumettre le Rapport annuel de la Banque des Règlements Internationaux relatif au trente-neuvième exercice, commencé le 1er avril 1968 et clos le 31 mars 1969.

Après déduction des montants transférés aux provisions, le bénéfice net s'élève, comme l'an dernier, à 45.000.000 de francs or.

Le Conseil d'administration recommande, de nouveau, à l'Assemblée générale d'affecter, en application de l'article 53 des Statuts de la Banque, 15 millions de francs or au paiement du dividende, 15 millions de francs or au «Fonds de réserve générale» et 15 millions de francs or au «Fonds de réserve libre». Si cette recommandation est acceptée, le dividende sera, comme en 1968, de 75 francs or, payables en francs suisses, à raison de 107,15 francs suisses par action. Il comprendra le dividende cumulatif de 6% et le dividende supplémentaire maximum de 6% prévu par les Statuts de la Banque.

Le Chapitre I du présent Rapport traite de l'évolution dans les quatre pays – Allemagne fédérale, France, Royaume-Uni et Etats-Unis – auxquels on peut attribuer les causes principales de déséquilibre en 1968. 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 des événements survenus sur le 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) et d'Agent financier d'emprunts internationaux.

I. LES CAUSES PRINCIPALES DE DÉSÉQUILIBRE.

La suppression des limites imposées aux fluctuations du cours de l'or sur le marché par la suspension, en mars 1968, des ventes de métal prélevé sur les réserves officielles, a éliminé une cause de perturbations dans le domaine des paiements internationaux. L'atmosphère de crise s'est rapidement dissipée, et l'espoir s'est fait jour qu'une période de calme relatif allait s'ouvrir. De nouvelles difficultés, en partie fortuites, ont malheureusement surgi, provoquant, l'an dernier, une série de crises profondes sur les marchés des changes. Les déséquilibres ont surtout pris naissance dans quatre pays — Allemagne fédérale, France, Royaume-Uni et Etats-Unis — dont l'évolution est étudiée dans le présent chapitre; il convient toutefois de faire précéder cet examen d'une vue d'ensemble.

Succédant à la phase quasi générale de pause ou de récession, qui s'était étendue des derniers mois de 1966 au troisième trimestre de 1967, une nouvelle période d'expansion de caractère cyclique était franchement amorcée au cours du premier trimestre de 1968; elle s'est poursuivie à un rythme soutenu, pendant tout le reste de l'année dernière et jusqu'à ce jour. Le mouvement de reprise a, toutefois, revêtu un aspect radicalement différent d'un grand pays à l'autre. Si, en 1968, la plupart des pays industriels ont échappé à l'inflation des prix, les exceptions, constituées principalement par les Etats-Unis, le Royaume-Uni et la France, ont été suffisamment importantes pour donner à la situation générale une coloration inflationniste.

Les Etats-Unis ont été le seul pays où l'inflation ait presque exclusivement résulté d'un excès de la demande. En présence d'un déficit budgétaire important et d'un climat d'aisance monétaire, la pause intervenue en 1967 fut de courte durée. Dès le début du second semestre, le mouvement d'expansion reprenait à une allure rapide, entraînant bientôt le suremploi et l'apparition de pressions sur les ressources disponibles. Les autorités tardant à utiliser l'arme de la fiscalité comme frein, la surchauffe s'est intensifiée, et quand, en juin 1968, la loi comportant les majorations fiscales est entrée en application, la mentalité inflationniste était si profondément enracinée dans le public que l'expansion s'est poursuivie sans discontinuité. Vers la fin de l'année, les autorités monétaires se sont orientées vers une politique restrictive, dont la rigueur a été encore sensiblement renforcée dans les premiers mois de 1969, mais, alors que le milieu de l'année approche, les symptômes tant attendus d'un ralentissement ne sont pas évidents. Dans l'intervalle, la balance commerciale se détériorait et la montée en flèche des taux d'intérêt faisait naître une tension considérable sur les marchés monétaires et

financiers internationaux. L'économie canadienne a connu, elle aussi, au cours de l'année passée, un climat d'inflation, mais le phénomène s'explique davantage par l'ampleur des majorations de salaires accordées aux travailleurs que par la pression de la demande sur les ressources disponibles; contrairement à celle des Etats-Unis, la balance commerciale du Canada s'est améliorée.

Au Royaume-Uni, la situation a présenté un aspect particulier en raison de la dévaluation de novembre 1967. L'activité économique a progressé, l'an dernier, malgré la forte action restrictive exercée par la politique budgétaire, et de nouvelles mesures de resserrement se sont imposées pour tenter de consolider la position de la livre à sa nouvelle parité. L'inflation des prix a constitué un problème distinct, car si elle était, en partie, la conséquence de la dévaluation et de majorations d'impôts, elle s'est trouvée aggravée par de larges augmentations de salaires et par les demandes des consommateurs.

L'apparition de l'inflation en France, où la situation économique était jusqu'alors assez bien équilibrée, tient également à des circonstances particulières. Elle s'explique essentiellement par les très fortes augmentations de salaires ayant fait suite aux accords conclus pour mettre un terme aux troubles sociaux et aux conflits du travail de mai et juin 1968. La confiance dans la monnaie était non seulement ébranlée, mais les hausses de salaires exerçaient une forte pression sur les prix, et la demande des consommateurs faisait un bond en avant; de là, les conséquences défavorables pour la balance des paiements, malgré une vive progression de la production. Après quelques sérieuses erreurs de tactique, les autorités ont adopté graduellement une politique axée sur le retour progressif à la stabilité interne et externe de l'économie.

Dans les pays continentaux d'Europe occidentale, en général, l'évolution a été plus conforme à celle habituellement observée pendant les premières phases d'une expansion cyclique. Politique monétaire et politique budgétaire étaient aménagées de façon à stimuler la reprise; en outre, l'ampleur de la demande d'origine américaine et britannique donnait une forte impulsion aux exportations. Dans ces conditions, l'expansion a pris une allure rapide et la production n'a pas tardé à atteindre des niveaux records. Du fait de l'existence, au départ de ce mouvement de reprise, d'un large potentiel de ressources inutilisées, aucune pression ne s'est pratiquement exercée sur les prix ou sur les salaires au cours de l'année 1968. Au printemps de 1969, des symptômes de tension avaient, cependant, fait leur apparition dans un certain nombre de pays, notamment en Allemagne fédérale et aux Pays-Bas, où l'expansion avait été exceptionnellement forte. Dans ce dernier pays, en outre, l'adoption de la taxe à la valeur ajoutée déclenchait une éruption de hausses des prix.

Au Japon, en dépit du développement extraordinaire de la production et malgré les augmentations de salaires, les prix n'ont pas subi de pression excessive et un large excédent des paiements extérieurs a été atteint.

Les diverses tendances constatées dans les économies nationales ont accentué les déséquilibres des échanges commerciaux et si, dans plusieurs cas importants, les mouvements de capitaux ont formé un pôle compensateur, ils ne sauraient constituer une preuve d'ajustement durable.

Allemagne fédérale.

Depuis la fin de juin 1967, l'économie allemande a réussi à venir à bout d'une récession, pour retrouver, à bref délai, un niveau de plein emploi, une certaine tension se manifestant même sur les ressources disponibles. Les autorités espéraient que l'excédent considérable de la balance commerciale, apparu avec la récession, se résorberait au fur et à mesure du développement de la demande intérieure. En réalité, il n'a marqué aucun recul en 1968. Si l'afflux de fonds sans précédent que la République fédérale a connu en novembre a eu pour cause immédiate la conviction, dans les milieux du marché des changes, que les autorités allemandes s'apprêtaient à réévaluer le deutsche mark, les causes profondes du mouvement doivent être recherchées dans la présence de cet excédent du commerce extérieur, dans la faiblesse du franc français et de la livre sterling, et même dans le souvenir que la réévaluation de 1961 a laissé dans les esprits. Pour comprendre les raisons pour lesquelles les bruits de réévaluation ont trouvé crédit sur les marchés et pourquoi les autorités se sont prononcées contre une telle mesure, il paraît utile de passer en revue l'évolution de l'économie allemande sur une période plus étendue.

Un important excédent des comptes extérieurs, combiné avec un niveau élevé d'activité à l'intérieur du pays, n'était pas un problème nouveau pour l'Allemagne. En mars 1961, lorsque les mesures de restriction monétaire, prises en vue d'enrayer la surchauffe, se furent soldées par un échec par suite de l'afflux de capitaux qu'elles avaient provoqué, les autorités allemandes décidèrent de réévaluer le deutsche mark de 5 %, cette mesure constituant la seule véritable solution anti-inflationniste qu'il était possible d'envisager dans une situation caractérisée par un déséquilibre extérieur fondamental. Tandis que cette décision exerçait, pendant des mois, des répercussions fâcheuses sur le marché des changes, la situation des paiements de l'Allemagne s'aggravait très nettement. En 1962, la balance des transactions courantes s'est soldée par un déficit, le premier depuis 1950, qui s'explique essentiellement par une détérioration de la balance commerciale, en

partie liée à un fléchissement, de caractère cyclique, de la demande étrangère. Pour la première fois depuis longtemps, la part de l'Allemagne dans les exportations mondiales a cessé alors de s'accroître et, malgré une certaine atténuation des pressions exercées par la demande intérieure, les importations ont augmenté trois fois plus vite qu'en 1961, ce qui montre l'effet considérable produit par le changement de parité. Le recul net des exportations, ainsi que les mesures prises pour freiner l'emballement dans le secteur de la construction, ont contribué à atténuer les tensions inflationnistes. Dans l'industrie, les prix à la production, qui avaient accusé une hausse allant jusqu'à 3% l'an en moyenne depuis le début de 1960, se sont stabilisés à partir du second semestre de 1962. Toutefois, la situation sur le marché du travail est restée tendue à l'extrême et le pourcentage moyen du chômage, qui s'est établi à 0,7%, a même été légèrement inférieur à celui de 1961.

En 1963, l'activité économique s'est ranimée à l'étranger et a provoqué une accélération des exportations allemandes, dont le rythme d'expansion a atteint 10%, s'alignant ainsi sur celui des importations de l'ensemble des autres pays industriels. Avec le retour à une situation économique intérieure plus calme, les achats à l'étranger de l'Allemagne n'ont progressé que de 6% et l'excédent commercial, considéré sur une base annuelle, corrigée des variations saisonnières, est passé de \$700 millions au premier trimestre à \$2,5 milliards pendant les trois derniers mois de l'année; au total, le déficit de \$300 millions de la balance des opérations courantes a fait place à un excédent de \$1,2 milliard. En même temps, la balance des mouvements de capitaux à long terme enregistré, entre 1962 et 1963, un changement de sens de l'ordre de \$500 millions, et l'on observait des entrées de capitaux à court terme par le canal des banques commerciales. Tous ces facteurs ont favorisé un nouvel essor de l'économie allemande, en fournissant également les liquidités supplémentaires nécessaires pour soutenir l'expansion. Mais, comme l'économie était encore proche du plein emploi quand cette évolution s'est produite, des pressions n'ont pas tardé à s'exercer de nouveau sur les ressources disponibles. Aussi, les prix des produits industriels, après avoir été pratiquement stables pendant près d'un an, ont-ils repris leur mouvement ascendant vers le milieu de 1963.

Au printemps de 1964, la progression des exportations allemandes a commencé à se ralentir, mais les dépenses intérieures ont entretenu l'expansion de la demande globale. Les importations s'étant trouvées stimulées de ce fait, le solde de la balance commerciale s'est amenuisé et, pendant le second semestre de 1964, les exportations nettes de biens et de services ont représenté moins de 0,8% du produit national brut, contre près de 2% un an auparavant. De plus,

les mesures prises pour provoquer un reflux des capitaux étrangers ont produit un effet notable après le printemps de 1964.

La politique économique se trouvait, en conséquence, libérée des contraintes que lui imposait la position extérieure. Les autorités ont toutefois tardé à s'orienter vers une action restrictive efficace et, au cours des dix-huit mois suivants, la pression de la demande est devenue intense. L'élément le plus révélateur de la tension extrême de l'économie a été le marché de la main-d'œuvre qui, sur une base corrigée des variations saisonnières, se caractérisait, à l'automne de 1965, par un nombre d'offres d'emploi non satisfaites plus de quatre fois supérieur à celui des chômeurs inscrits. La surchauffe s'est également traduite par des augmentations de salaires et de prix: entre le 1er juillet 1964 et le 1er juillet 1965, les gains horaires dans l'industrie ont progressé de 10%, et la hausse des prix industriels à la production s'est accélérée, atteignant 3½%.

La balance des paiements est devenue fortement déficitaire. Calculée sur une base annuelle, la balance des transactions courantes, qui présentait un excédent de \$900 millions au premier trimestre de 1964, s'est constamment détériorée par la suite, au point d'accuser un déficit de \$2,1 milliards au troisième trimestre de 1965. L'excédent au titre du commerce extérieur qui, sur une base annuelle également, s'élevait initialement à \$2,3 milliards, avait complètement disparu à la fin de la période considérée. Certes, le retour à la stabilité dans d'autres grands pays d'Europe continentale, notamment en Italie et en France, a ralenti le développement des exportations allemandes, dont le rythme est retombé à 7% l'an environ, les livraisons à destination des autres pays membres de la C.E.E. ayant accusé un fléchissement effectif en 1964. Toutefois, la disparition de l'excédent de la balance commerciale s'explique essentiellement par la progression des importations à la cadence annuelle de 20%. Il se peut que la décision d'avancer au 1er juillet 1964 les réductions des droits de douane frappant des produits en provenance de pays membres et non-membres de la C.E.E. ait donné une impulsion supplémentaire au mouvement; cependant, l'accroissement soutenu du rythme des importations était essentiellement le reflet du débordement, hors des frontières de la République fédérale, de la surchauffe intense qu'on avait laissé se créer en Allemagne.

A partir de l'été de 1964, la politique monétaire a été aménagée dans un sens de plus en plus restrictif. C'est ainsi que les pourcentages de réserves minimums obligatoires furent fortement relevés et que les contingents de réescompte subirent une réduction à l'automne de 1965. En outre, le taux de réescompte était porté à 4%. En revanche, la politique budgétaire a suivi une orientation diamétralement opposée: au début de 1965, les autorités ont, à la fois,

procédé à des dégrèvements d'impôts sur le revenu, entraînant une perte de recettes fiscales de DM 2 milliards, et accru, dans de fortes proportions, le volume des dépenses budgétaires. De plus, à mesure que le resserrement monétaire s'accroissait, les exportations nettes de capitaux, qu'avaient provoquées les mesures prises au début de 1964, ont fait place en 1965 à une reprise des emprunts allemands à l'étranger, permettant ainsi de compenser, en partie, le fléchissement de la position de liquidité de l'économie résultant du déficit de la balance des paiements courants.

Au printemps de 1966, certains indices donnèrent à penser que la surchauffe avait quelque peu perdu de son intensité. Mais, la tension ne baissait guère sur le marché du travail, ni sur le front des salaires et des prix. Aussi, les autorités prirent-elles la décision de renforcer les restrictions de crédit, en abaissant de nouveau les plafonds de réescompte et, au mois de mai, en relevant d'un point le taux officiel de réescompte, pour le porter à 5%. A la suite de ces mesures, les ratios de liquidité des banques ont fléchi à près de 7% au milieu de 1966, contre 12% deux ans auparavant, et le rendement des obligations émises par les collectivités publiques est passé de moins de 6½% à plus de 8½%.

Le resserrement monétaire eut, en fin de compte, raison de la surchauffe au cours du second semestre de 1966. La demande interne, qui s'était encore accrue fortement pendant le premier semestre, a marqué un recul de 3%, à prix courants, au cours des douze mois suivants et la production industrielle a fléchi de 6% entre le printemps de 1966 et de 1967. Le nombre des chômeurs est passé de 130.000 au début de 1966 à 550.000 au troisième trimestre de 1967 (chiffres corrigés des variations saisonnières) et les effectifs de main-d'œuvre étrangère, qui avaient fortement augmenté pendant la période de surchauffe, ont diminué de plus de 250.000 unités. La pression des salaires s'est atténuée, la cadence annuelle d'augmentation des gains horaires étant retombée à 4%, et les prix industriels à la production ont commencé à fléchir.

Un recul d'activité de cette ampleur a transformé la situation des paiements courants de l'Allemagne. Au troisième trimestre de 1967, la balance des opérations courantes a fait ressortir un excédent, calculé sur une base annuelle, de \$2,8 milliards, contre un déficit de \$2,1 milliards deux ans seulement auparavant, et le surplus, au titre des échanges commerciaux, a atteint la cadence annuelle de \$4,5 milliards. Les importations se sont situées à 5% au-dessous de leur niveau de l'automne de 1965, tandis que les exportations se sont accrues de près de 20%, ce qui traduit à la fois l'importance de la demande étrangère et le succès des efforts déployés par l'industrie allemande pour développer les ventes à l'étranger.

Si l'on considère l'ensemble de la période allant de la réévaluation de 1961 à la fin de 1967, on remarque que les fluctuations de la position extérieure de

l'Allemagne ont été de plus en plus accentuées. Ce phénomène a parfois été lié à des variations dans les flux de capitaux, mais il a surtout reflété les oscillations de la balance des paiements courants — en particulier de la balance commerciale. Comme le montre le premier graphique du tableau de la page 11, les exportations ont, pendant la majeure partie de cette période, évolué en sens inverse des importations. Les deux autres graphiques représentent les fluctuations des importations et des exportations allemandes, comparées respectivement aux variations de la demande interne et à celles de la demande étrangère. On a estimé que les variations du montant total des importations des autres pays industriels reflètent, *grosso modo*, l'évolution de la demande étrangère. A l'exception de la période d'intense activité, qui s'étend du milieu de 1964 au milieu de 1966, on constate généralement une certaine corrélation entre les achats à l'étranger effectués par l'Allemagne et la demande intérieure, et la récession n'a guère eu d'autre conséquence que de rétablir la relation préexistante. De même, les exportations allemandes ont évolué de façon tout à fait parallèle aux importations des autres pays, bien qu'elles aient eu tendance à faire preuve d'une stabilité quelque peu meilleure dans les périodes de ralentissement de la demande globale à l'étranger. Tout porte à croire, par conséquent, que les variations enregistrées par la balance commerciale de l'Allemagne ont été provoquées essentiellement par les décalages entre les fluctuations du cycle économique en République fédérale et dans l'ensemble des autres pays, plutôt que par des changements intervenus dans les capacités de concurrence respectives; l'amplitude croissante de ces variations tout au long de la période considérée témoigne de la vigueur anormale du mouvement cyclique en Allemagne après 1963. L'évolution comparée du niveau des prix dans les différents pays montre que les produits allemands sont devenus davantage compétitifs par rapport à ceux de nombreux autres concurrents, ce qui a, sans aucun doute, exercé des répercussions sur la balance commerciale. Toutefois, à la fin de 1967, l'énorme excédent qui a été dégagé au titre du commerce extérieur n'a pas été essentiellement déterminé, semble-t-il, par l'avantage dont bénéficiaient les produits allemands en matière de prix.

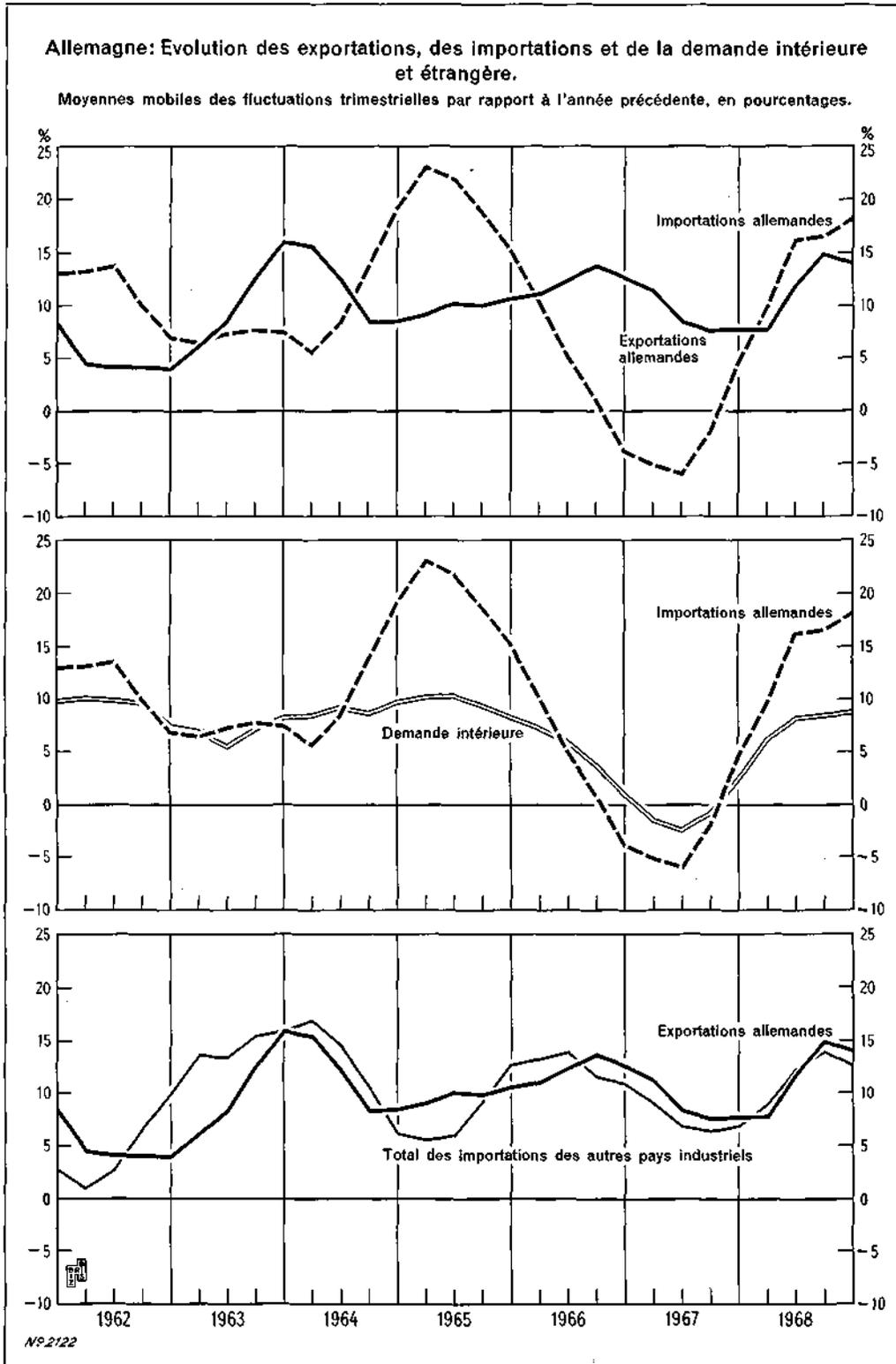
Vers la fin de 1966, les craintes d'inflation ayant été dissipées, les autorités responsables de l'économie ont orienté délibérément leur politique dans le sens d'une relance vigoureuse. A partir de la fin de l'année, la Bundesbank a libéré par étapes successives, au profit des banques, un total de quelque DM 6 milliards de réserves obligatoires, et ramené le taux officiel de réescompte à 3% vers la fin du printemps de 1967. Ces mesures ont, certes, contribué à stabiliser la demande intérieure, mais elles ont également facilité le financement de l'excédent des paiements courants, en encourageant largement les exportations de capitaux et,

notamment, les placements de fonds à court terme à l'étranger par les établissements de crédit. En outre, le gouvernement a lancé des programmes spéciaux d'investissement, représentant au total plus de 1,5% du produit national brut, et institué, à titre temporaire, des provisions spéciales d'amortissement en faveur des investissements effectués par le secteur privé.

Cette politique a rapidement produit ses effets sur le niveau de la demande. Le rythme des investissements en capitaux fixes s'est inscrit en reprise au cours des six derniers mois de 1967 et sa progression s'est encore accentuée en 1968. En outre, le processus de reconstitution des stocks s'est accéléré lorsqu'eurent été dissipées les incertitudes quant au régime auquel seraient soumis les stocks des entreprises pendant la période transitoire précédant l'adoption, à partir du 1er janvier 1968, de la taxe à la valeur ajoutée en remplacement de l'impôt sur le chiffre d'affaires. Les dépenses des consommateurs ont également amorcé progressivement un mouvement de reprise. Enfin, l'essor de la demande interne s'est accompagné d'un développement rapide des exportations en 1968. En conséquence, le rythme annuel d'expansion du montant global des dépenses finales, à prix courants, s'est établi à 9% entre le premier semestre de 1967 et le second semestre de 1968.

Les réactions ont été très vives dans le secteur de la production et, au cours de cette même période, le rythme annuel d'accroissement de la production industrielle, exception faite de la construction, a atteint 14% environ. Ce résultat a pu être obtenu en partie grâce à la résorption du potentiel de production disponible, qui s'est traduite, à la fin de 1968, par une remontée du pourcentage d'utilisation des installations industrielles, au niveau proche de 90% enregistré pendant la précédente période de surchauffe. D'autre part, le nombre des chômeurs a accusé un recul accentué, passant du maximum de 550.000 atteint au milieu de 1967, à 225.000 à la fin de 1968, tandis que le pourcentage du chômage tombait à 1,1% de l'ensemble de la main-d'œuvre salariée. Mais, en outre, le rendement par poste de travail s'est très fortement accru (+11% dans l'industrie et +7% pour l'ensemble de l'économie en 1968).

L'expansion rapide de la production ne s'est pas accompagnée d'une pression sur les prix et les revenus, tout au moins pendant la majeure partie de l'année 1968. Bien que la progression moyenne des gains dans l'industrie n'ait pas été inférieure à 8%, les entreprises ont encore disposé d'une certaine marge qui leur a permis d'abaisser les charges salariales par unité produite. Abstraction faite de l'incidence exercée sur les prix par le passage au régime de la taxe à la valeur ajoutée, les prix industriels à la production ont fléchi de près de 0,5% entre le milieu de 1967 et le milieu de 1968; en revanche, ils se sont ensuite orientés de nouveau à la hausse, celle-ci ayant atteint 0,7% en décembre 1968.



Si la reprise économique n'a pas donné naissance à de graves symptômes de tension jusqu'à la fin de 1968, elle a provoqué cependant une forte progression des importations. Entre le troisième trimestre de 1967 et le dernier trimestre de 1968, les achats de marchandises étrangères ont augmenté à une cadence annuelle supérieure à 20%. Le fait que l'excédent des échanges commerciaux n'ait pas fléchi pendant cette période s'explique donc entièrement par l'allure soutenue des ventes à l'étranger, dont le rythme annuel d'expansion a également atteint 20%. Le graphique supérieur de la page 11 montre, en effet, que les exportations et les importations de la République fédérale, qui ont généralement évolué en sens inverse avant 1968, se sont développées parallèlement depuis le début de l'an dernier.

Le dynamisme des exportations en 1968 a été dû en grande partie à un gonflement imprévu de la demande étrangère. Ce mouvement a pris naissance essentiellement sous l'influence de facteurs de caractère exceptionnel, tels que les grèves dans la métallurgie aux Etats-Unis, la fièvre d'achats de précaution qui s'est déclarée au Royaume-Uni au début de l'année, avant la présentation du budget, ainsi que la vive recrudescence des importations en France après le mois de juin. Il s'explique également par la forte reprise d'activité enregistrée dans d'autres pays, qui a elle-même été, dans certains cas, stimulée en partie par le raffermissement de la conjoncture en Allemagne. De plus, pendant le quatrième trimestre, deux facteurs ont provoqué un gonflement excessif du volume des ventes extérieures de l'Allemagne: tout d'abord, les craintes d'ajustement des taux de change et, ultérieurement, les livraisons accélérées effectuées par les exportateurs, afin d'éviter la réduction, consécutive aux décisions annoncées en novembre, de la ristourne sur la taxe à la valeur ajoutée.

En conséquence, la balance commerciale a fait apparaître, en 1968, un solde actif de \$4,6 milliards contre \$4,2 milliards en 1967, et l'excédent de la balance des opérations courantes, qui a marqué une progression correspondante, s'est élevé à \$2,9 milliards. Les difficultés qu'un excédent de cette importance aurait pu créer, tant à l'intérieur du pays que sur le plan international, ont été notablement atténuées par des sorties nettes de capitaux à long terme d'une ampleur sans précédent. Les autorités ont activement encouragé ce courant en poursuivant leur politique d'aisance monétaire; c'est ainsi que la Bundesbank a procédé, pour la première fois, à des interventions sur le marché des Fonds d'Etat, à partir du mois d'août 1967, et que les taux d'intérêt ont pu amorcer un mouvement de recul en Allemagne, contrairement à la tendance qui se manifestait sur d'autres grandes places financières. Les répercussions qu'a exercées le programme de redressement de la balance des paiements des Etats-Unis ont également stimulé les exportations de capitaux. Il en est résulté une très forte expansion des émissions

de valeurs mobilières étrangères et des emprunts souscrits en Allemagne — en grande partie par les banques — qui a porté le montant net des sorties de capitaux à long terme à \$2,8 milliards, contre moins de \$800 millions en 1967. En conséquence, la balance de base des paiements s'est soldée, pour l'ensemble de l'année 1968, par un excédent qui n'a pas dépassé \$40 millions et, pendant la majeure partie de l'année, elle a été déficitaire.

Allemagne: Balance des paiements.

Postes	1962	1963	1964	1965	1966	1967	1968
	en millions de dollars E.U.						
Commerce							
Exportations (f.o.b.)	13.245	14.580	16.230	17.910	20.155	21.760	24.885
Importations (c.a.f.)	12.375	13.070	14.710	17.610	18.165	17.545	20.295
Balance commerciale	870	1.510	1.520	300	1.990	4.215	4.590
Services (en chiffres nets)							
Recettes de caractère militaire . .	1.025	1.060	1.045	1.030	1.225	1.310	1.340
Tourisme	— 540	— 480	— 495	— 640	— 765	— 680	— 670
Revenus des investissements	— 315	— 305	— 395	— 450	— 370	— 450	— 235
Divers	— 175	— 275	— 300	— 260	— 395	— 355	— 390
Total	— 5	—	— 145	— 320	— 305	— 175	45
Prestations sans contre- partie (en chiffres nets)	— 1.300	— 1.265	— 1.325	— 1.600	— 1.565	— 1.575	— 1.760
Balance des paiements courants	— 435	245	50	— 1.620	120	2.465	2.875
Mouvements de capitaux à long terme (en chiffres nets)							
Privés	235	745	70	560	440	— 415	— 2.500
Officiels	— 325	— 360	— 330	— 320	— 375	— 380	— 335
Total	— 90	385	— 260	240	65	— 795	— 2.835
Balance de base	— 525	630	— 210	— 1.380	185	1.670	40
Remboursements anticipés de dettes de caractère officiel	—	—	—	—	— 235	—	—
Mouvements de capitaux à court terme (en chiffres nets)							
Privés (secteur non bancaire) . .	125	10	55	210	470	— 410	120
Officiels	— 45	—	— 260	260	— 90	45	280
Erreurs et omissions	285	— 125	500	705	150	—	510
Balance totale	— 160	515	85	— 205	490	1.305	950

Cependant, un courant d'achats spéculatifs de deutsche marks a brusquement pris naissance, à deux reprises, au cours du second semestre de 1968. L'opinion éprouvait de plus en plus l'impression que la position, déjà favorable, de l'Allemagne sur le plan de la concurrence, continuait de s'améliorer par suite de la stabilité des prix intérieurs à un moment où les tensions inflationnistes

s'accroissaient à l'étranger. Elle pensait également que l'adoption, au début de l'année, du système de la taxe à la valeur ajoutée agirait dans le même sens. Corrélativement, il apparaissait que, si aucune mesure n'était prise pour freiner l'expansion en Allemagne, des pressions risquaient de se manifester à bref délai sur les ressources disponibles. Dans ces conditions, si la politique monétaire, en particulier, prenait une orientation restrictive, les sorties de capitaux allaient se réduire et la balance des paiements allait devenir très fortement excédentaire; en octobre, cette menace s'est précisée lorsque sont apparus des indices montrant que le marché financier de la République fédérale éprouvait des difficultés croissantes à absorber les émissions étrangères. C'est dans ces circonstances que les bruits d'une réévaluation possible du deutsche mark ont commencé à se répandre et à trouver un écho de plus en plus vaste dans le public, lorsque ce dernier a eu le sentiment que, dans certains milieux influents, l'opinion évoluait en faveur d'un ajustement plus étendu des parités.

Une première vague de spéculation a déferlé au début de septembre, au cours de laquelle la Bundesbank a dû acheter au marché quelque \$1,4 milliard en l'espace de dix jours environ. Ces fonds ont été, pour la plupart, renvoyés aux banques commerciales au moyen d'opérations de swap, conclues à des conditions de taux attrayantes. Puis, un second afflux de capitaux à court terme, beaucoup plus important, s'est produit pendant les trois premières semaines de novembre. Malgré de nouveaux encouragements, donnés aux banques par la Bundesbank pour faciliter la réexportation de ces ressources, les réserves de l'Institut d'émission ont accusé une progression de \$2,4 milliards. Dans cette atmosphère de crise, la plupart des marchés des changes européens ont été fermés le 20 novembre, et les ministres des finances ainsi que les gouverneurs des banques centrales des pays du Groupe des Dix se sont réunis à Bonn pour examiner les mesures à prendre en vue de rétablir l'ordre.

Bien que la possibilité d'un certain réalignement des taux de change ait été discutée, le gouvernement allemand a décidé de maintenir le deutsche mark à sa parité. En prenant une telle décision, il montrait qu'il n'était pas disposé à franchir l'étape irréversible de la réévaluation, à un moment où l'on pouvait s'attendre à un changement important dans l'évolution comparée du cycle économique dans les principaux pays industrialisés; l'expansion se poursuivrait à un rythme élevé en Allemagne, tandis qu'aux Etats-Unis, au Royaume-Uni et en France, la demande de caractère inflationniste serait freinée. En outre, une modification de parité aurait posé un grave problème budgétaire au gouvernement, car il aurait fallu augmenter fortement l'aide à l'agriculture. C'est pourquoi d'autres moyens ont été adoptés pour remédier à la crise. La ristourne accordée aux exportateurs sur la taxe à la valeur ajoutée et la taxe correspondante

sur les importations ont été simultanément réduites de 4 points; ces mesures, applicables jusqu'en mars 1970, équivalant à une réévaluation limitée aux échanges commerciaux de produits industriels. Des mesures ont également été prises pour décourager les mouvements de capitaux vers l'Allemagne; les banques ont notamment reçu instruction de déposer auprès de la Bundesbank l'excédent de fonds détenus pour compte étranger par rapport au niveau atteint le 15 novembre 1968. En même temps, d'importantes dispositions étaient mises en œuvre dans les deux pays principalement impliqués dans la crise de novembre, c'est-à-dire en France et au Royaume-Uni, pour comprimer la demande.

Lors de la réouverture des marchés des changes après la réunion de Bonn, le 25 novembre, les capitaux ont commencé à refluer; la position nette des réserves monétaires officielles de l'Allemagne s'est fortement renversée, enregistrant un recul de près de \$3 milliards au cours des trois mois suivants, dont les deux tiers correspondaient à des sorties de capitaux à court terme effectuées par l'intermédiaire des banques, tandis qu'un montant de l'ordre de \$1 milliard servait à financer le déficit de la balance de base des paiements essentiellement provoqué par la progression, à un niveau record, du volume des exportations nettes de capitaux à long terme.

Entre décembre 1968 et février 1969, l'excédent des transactions courantes, corrigé des variations saisonnières, a atteint une cadence annuelle de \$1,3 milliard seulement. Il convient de considérer davantage ce fléchissement comme la conséquence du gonflement anormal de l'excédent dégagé au cours des trois mois précédents (\$4,2 milliards) que comme l'effet direct de l'aménagement des taxes sur le commerce extérieur. D'ailleurs, le niveau des commandes étrangères passées à l'industrie allemande après novembre, bien que s'étant également inscrit en recul par rapport au niveau exagéré atteint au cours de la période précédente, ne permettait pas de conclure à un ralentissement de la demande extérieure au printemps de 1969.

Par ailleurs, la pression des salaires s'était renforcée entre-temps en République fédérale: le premier renouvellement de convention collective de quelque importance, en 1969, s'appliquant au secteur public, s'est traduit par un relèvement général des salaires de quelque 7%, compte tenu des augmentations supplémentaires accordées aux catégories les plus faiblement rémunérées. Ce taux a semblé devoir constituer la base des revendications des travailleurs du secteur privé. Outre la perspective d'une forte recrudescence de la consommation des ménages, il fallait compter sur une augmentation des dépenses publiques supérieure à celle de 1968, et il était certain que les dépenses d'investissement des entreprises continueraient de progresser. Etant donné que les possibilités d'accroissement du

niveau de l'emploi s'étaient pratiquement limitées au recrutement de la main-d'œuvre étrangère, et que le rythme d'amélioration de la productivité commençait à se ralentir, la pression de la demande sur la capacité de production était devenue de plus en plus perceptible.

La balance des paiements accusant un déficit appréciable, au moins pour le moment, il a été possible d'inaugurer une politique de freinage modéré de l'activité interne. Bien que les taux d'intérêt aient déjà amorcé un mouvement de hausse, en conséquence de l'évolution des rendements à l'étranger, la Bundesbank a cessé, en février, de soutenir pour son propre compte les cours des Fonds d'Etat sur le marché des valeurs à revenu fixe. Puis, en mars, les autorités monétaires ont annoncé que les facilités de réescompte auprès de la Banque centrale seraient réduites de 20% à partir du 30 juin, et que le taux des avances garanties aux banques était relevé d'un demi-point pour atteindre 4%. En avril, ce pourcentage a subi un nouveau relèvement, accompagné, cette fois, d'une majoration d'un point du taux d'escompte. En mars également, le gouvernement allemand a annoncé l'ajournement de quelque DM 2 milliards de dépenses fédérales, ainsi que l'accélération du recouvrement de l'impôt sur les sociétés. D'autre part, les autorités des Länder ont été invitées à réduire leurs emprunts.

Après une nouvelle perte de réserves en mars, la situation des avoirs monétaires officiels de l'Allemagne s'est sensiblement améliorée en avril. Dans les premiers jours du mois, le rationnement officieux instauré pour les émissions d'emprunts étrangers sur le marché financier de la République fédérale a provoqué un redressement de la balance de base des paiements. En outre, il s'est produit un afflux de capitaux en provenance de France, par suite de l'incertitude croissante qui s'est manifestée dans ce pays à l'égard de l'évolution de la situation politique. Les réserves monétaires officielles se sont accrues, en chiffres nets, de plus de \$600 millions en avril. Puis, au début de mai, une vague puissante de spéculation à la réévaluation du deutsche mark a déferlé, une fois de plus, lorsque la nouvelle a été révélée que les autorités allemandes examinaient l'hypothèse d'une modification de parité de la monnaie. La Bundesbank a acheté sur le marché quelque \$4 milliards en l'espace de quelques jours, en particulier avant le deuxième week-end du mois, et toutes les autres monnaies des grandes nations industrielles en ont pratiquement subi le contrecoup. Une fois encore, cependant, le gouvernement allemand a réaffirmé son intention de ne pas procéder à une réévaluation, proposant à la place de proroger, pour une durée indéterminée, l'application des décisions prises en novembre et portant révision du régime fiscal à l'importation et à l'exportation, et d'entreprendre une action plus énergique pour décourager les entrées de capitaux. En outre, des mesures anticycliques ont été proposées, comprenant le remboursement, à la Bundesbank, des prêts consentis à l'Etat fédéral et le blocage

du montant des recettes fiscales dépassant les prévisions budgétaires. Dans le courant du mois de mai, la Banque centrale a relevé les pourcentages de réserve minimums que les banques sont tenues d'observer par rapport à leurs dépôts, en particulier ceux des non-résidents. Ces décisions ont permis d'atténuer les tensions immédiates sur le marché des changes et on a enregistré un reflux des capitaux hors du territoire de la République fédérale.

En dépit des diverses mesures prises depuis novembre pour endiguer l'inflation, il semble que le rythme de l'expansion de la demande globale doive demeurer très rapide, ce qui entraînerait une hausse accélérée des prix; la décision de ne pas réévaluer semble impliquer l'acceptation d'une certaine augmentation des prix. Compte tenu des efforts qui sont déployés à l'étranger pour contenir l'inflation, l'évolution de la situation en Allemagne devrait permettre un certain fléchissement de l'excédent de la balance des opérations courantes en 1969, s'ajoutant au contrecoup des facteurs de caractère exceptionnel ayant exercé leur action en 1968.

Il est certain, toutefois, que l'excédent sera encore élevé eu égard à la position conjoncturelle de l'Allemagne. Mais, il pourrait être compensé par les exportations nettes de capitaux à long terme qui, en fait, atteignent déjà près de \$1,5 milliard depuis le 1er janvier. La situation structurelle de la balance des paiements de l'Allemagne gagnerait à ce que ce pays participe au financement du développement économique dans d'autres parties du monde. Mais, une telle participation ne peut être envisagée, d'une façon générale, que si la politique budgétaire assume, le cas échéant, une partie de la charge de la politique restrictive. S'il y a eu à cet égard quelques insuffisances dans le passé, il est manifeste qu'à l'heure actuelle le problème est abordé avec un esprit empreint d'un meilleur équilibre.

France.

La perte de confiance dans le franc français, en mai 1968, a ajouté un élément supplémentaire et inattendu d'instabilité à la situation déjà précaire existant sur les marchés des changes. La fuite devant la monnaie a été déclenchée par la soudaine apparition de troubles économiques et sociaux et par la crainte que ceux-ci n'entraînent une détérioration brutale de la position économique extérieure de la France. Une évolution qui, à l'origine, était purement interne, s'est ainsi très fortement conjuguée avec les tensions déjà existantes dans le système monétaire international. La nervosité générale sur les marchés des changes, qui s'était amplifiée après la dévaluation de la livre en novembre 1967, a intensifié les pressions s'exerçant sur le franc. Inversement, le franc qui, peu de temps

auparavant, comptait encore parmi les monnaies fortes, devenait rapidement l'une des monnaies les plus controversées, et ce brusque revirement renforçait les incertitudes affectant, d'une façon plus générale, les parités monétaires.

L'évolution de la situation économique en France, au cours des années antérieures à 1968, ne montrait guère d'indications d'un sérieux mécontentement parmi les travailleurs du secteur industriel. A vrai dire, si, en fin de compte, les revendications des syndicats ont principalement porté sur des questions de revenus, il est douteux que les grèves aient été provoquées par une progression insuffisante du niveau de vie.

En 1963, le gouvernement avait aménagé sa politique dans un sens restrictif, en vue d'atténuer les pressions exercées sur les prix par le niveau excessif de la demande des consommateurs; ces dépenses s'étaient en effet accrues, en termes réels, de plus de 14% de 1961 à 1963. La progression, liée en partie au rapatriement de quelque 700.000 Français d'Algérie, reflétait essentiellement l'accroissement rapide (+28% en valeur nominale durant ces deux années) des revenus du travail. Mesuré sur la base des statistiques des comptes de la nation, le rythme de hausse des prix s'était accéléré pour atteindre 6% en 1963; les prix de gros enregistraient une augmentation de près de 4%. Aussi, le gouvernement français mit-il en route, en septembre 1963, un plan de stabilisation comprenant une action directe sur les prix et des dispositions restrictives d'ordre monétaire et budgétaire.

Durant les quatre années suivantes, d'après les données de la comptabilité nationale (base 1959), les revenus du travail ont progressé de près de 10% en moyenne par an, contre 7% pour les revenus du capital. Compte tenu de la hausse des prix à la consommation, limitée à 3% l'an, les revenus disponibles des particuliers se sont donc accrus au total de 5% l'an en moyenne, de 1963 à 1967, tandis que les dépenses de consommation accusaient une augmentation annuelle de 4½% en valeur réelle, correspondant à un taux de 3½% environ par habitant et par an. Ces taux de progression sont inférieurs d'un point environ aux chiffres correspondants enregistrés durant les cinq années qui ont précédé le plan de stabilisation; mais, cette période de cinq ans avait débuté dans un climat de récession économique et elle avait connu, par la suite, deux poussées inflationnistes caractérisées (1962 et 1963). L'amélioration du niveau de vie a donc été encore très forte de 1963 à 1967 et se compare très favorablement avec les résultats obtenus par les autres grandes nations industrielles.

Le taux réel d'accroissement du produit intérieur brut, qui s'élevait, en moyenne, à 5½% pendant la période 1958-63, est cependant tombé à 5% au cours des quatre années suivantes et, de ce fait, les ressources productives disponibles n'ont pu être utilisées en totalité. En raison du nivellement de la production,

après 1963, le nombre moyen des personnes sans emploi, par rapport aux effectifs disponibles, s'est inscrit en hausse et la reprise de l'activité, à partir du second semestre de 1965, n'a eu qu'une incidence limitée sur le marché du travail. Dès l'automne de 1966, le rythme de croissance de la production a diminué par suite de l'essoufflement de la demande à l'étranger, en Allemagne fédérale en particulier, et du ralentissement de la progression des dépenses des consommateurs en France. Compte tenu des variations saisonnières, le nombre des chômeurs inscrits, qui était inférieur à 100.000 en 1963, n'a cessé de s'accroître à partir du premier trimestre de 1966, pour s'établir à 235.000 au premier trimestre de 1968. Au total, la France comptait probablement quelque 400.000 chômeurs, c'est-à-dire plus de 2% de l'ensemble de la main-d'œuvre salariée; il est certain, toutefois, que ce chiffre donne une fausse idée de la véritable disponibilité de main-d'œuvre dans maintes régions industrielles.

De plus, la situation sur le marché du travail semblait en voie d'amélioration. La demande étrangère s'était raffermie à partir du milieu de 1967 et, dès le début de 1968, les autorités orientaient leur politique économique vers une expansion accélérée de l'activité. Le processus de déstockage dans les entreprises, qui avait été entamé avant l'entrée en application, le 1^{er} janvier 1968, des nouveaux taux de la taxe à la valeur ajoutée, s'était progressivement renversé. La production industrielle, qui n'avait pratiquement pas augmenté de l'été de 1966 à l'été de 1967, s'accroissait de plus de 8% par an, en moyenne, de la fin de l'été de 1967 au printemps suivant. Même si la reprise ne s'était pas encore traduite, en avril 1968, par un recul du chômage, le nombre des offres d'emploi non satisfaites s'inscrivait en hausse et les horaires moyens de travail s'étaient allongés. Il est donc peu probable que la situation sur le marché du travail ait constitué un facteur critique dans le déclenchement du mouvement de grèves de mai-juin.

Si les causes des grèves ont été plutôt de nature socio-politique que franchement économique, leurs répercussions sur l'économie française se sont vite fait sentir. Les pertes directes de production ont représenté 3% environ du produit intérieur brut annuel. La conséquence la plus importante a été la forte augmentation des revenus nominaux, accordée par le gouvernement et les employeurs, aux termes de négociations communes menées à la fin mai avec les organisations ouvrières. Ces négociations, qui ont contribué à mettre fin au mouvement de grèves, prévoyaient un relèvement général de 10% des salaires, une majoration plus forte des taux horaires des salaires minima, une réduction de la durée normale du travail et l'octroi de nouveaux avantages complémentaires; le gouvernement s'était engagé, en outre, à augmenter les prestations de la Sécurité Sociale. L'ensemble de ces mesures devait nécessairement exercer une forte poussée sur les coûts de production et les prix; la perspective des hausses et la crainte d'éventuelles

restrictions de change accélèrent la fuite des capitaux vers l'étranger. Les autorités se sont donc efforcées de lutter, autant que possible, contre les menaces d'inflation des coûts, ceci pour des raisons d'ordre à la fois interne et externe, en mettant cette action au premier rang des objectifs prioritaires de la politique économique générale.

Les pouvoirs publics ont estimé que pour atteindre le but ainsi fixé, il convenait d'encourager une expansion rapide de la production de façon que les gains de productivité escomptés contribuent à absorber les charges salariales supplémentaires. En outre, la fiscalité des entreprises a été allégée afin de contenir le mouvement de hausse des prix et le régime du crédit d'impôt (autorisant les entreprises à déduire de leurs bénéfices imposables un certain pourcentage de la valeur des nouveaux investissements) a été rétabli. Bien que partiellement compensés par un relèvement des impôts sur les revenus des particuliers, ces allègements fiscaux et l'augmentation des décaissements du secteur public ont amené les autorités à rectifier les prévisions budgétaires, pour l'exercice 1968, et à porter à FF 14 milliards, un découvert qui avait déjà été relevé de FF 1,9 milliard à FF 5,5 milliards avant les événements de mai. D'autre part, la politique monétaire a fait l'objet de diverses mesures d'assouplissement: afin d'accroître, à titre temporaire, la liquidité des banques, les plafonds de réescompte ont été relevés et le coefficient de retenue par les banques des effets à moyen terme a été abaissé. Les petites et moyennes entreprises et les exportateurs ont bénéficié, par ailleurs, d'avances bancaires exceptionnelles, ainsi que d'une bonification d'intérêts. Il est possible que ces dispositions aient contribué à accroître le volume des liquidités dont disposaient déjà les entreprises, après la réduction des stocks consécutive à la perte de production résultant des grèves. Pour parer aux dangers inhérents à une politique fortement orientée vers l'expansion, les autorités ont décidé d'exercer une action directe sur les prix; elles ont, en outre, rétabli le contrôle des changes, appliqué un contingentement temporaire et partiel des importations et octroyé des subventions aux exportateurs, afin de soutenir la balance des paiements. Elles ont, enfin, relevé le taux officiel d'escompte et les taux d'intérêt sur le marché monétaire furent ajustés en hausse pour modérer les sorties de capitaux.

Une fois le mouvement de grèves terminé, une reprise accélérée de la production s'est amorcée. L'accroissement de 7 ½% de la production industrielle de mars à décembre s'explique entièrement par une augmentation de la productivité. Le niveau de l'emploi a fléchi dans les industries de transformation au cours de cette période et, malgré une forte baisse, à partir du mois d'août, de l'effectif total des chômeurs secourus, ce nombre se situait toujours, à la fin de l'année, sensiblement au niveau d'avant les grèves. La hausse des taux des salaires horaires a été de l'ordre de 14% de mars à décembre, et il est possible

que les gains moyens aient accusé une progression quelque peu supérieure. Ainsi, en dépit de l'amélioration sensible de la productivité, une aggravation considérable des charges salariales par unité de production s'est manifestée. Les mesures prises pour atténuer les pressions sur les prix n'ont pas permis d'éviter une hausse de 5 ½ % des prix de gros dans l'industrie et de 4 % des prix de détail. Quels que soient ses mérites sur le plan intérieur, la politique d'encouragement à l'expansion exerçait des répercussions défavorables sur la balance des paiements.

Les excédents confortables de paiements que la France était parvenue à dégager, au début de la décennie 1960-70, avaient très fortement diminué de 1966 à 1968. Mis à part les remboursements anticipés de dettes extérieures, l'excédent de la balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme, vis-à-vis des pays ne faisant pas partie de la zone franc, s'était élevé chaque année, en moyenne, à plus de \$1 milliard, entre 1959 et 1963. En 1964, le surplus de la balance de base des paiements tombait à un chiffre légèrement supérieur à \$500 millions, et cette détérioration s'expliquait essentiellement par l'apparition, pour la première fois depuis 1958, d'un déficit de la balance commerciale. Toutefois, l'année suivante, les échanges de marchandises avec l'étranger s'étaient améliorés sous l'effet de mesures de stabilisation, si bien que la balance de base des paiements se soldait par un excédent de \$750 millions.

Au cours des deux années suivantes, l'excédent avait fortement fléchi, pour retomber à \$275 millions seulement en 1967. Calculé sur la base des règlements, l'excédent au titre des opérations courantes avec les pays hors de la zone franc, qui s'était élevé à \$460 millions en 1965, avait, en 1967, pratiquement disparu, par suite de l'aggravation de la balance commerciale et des transactions invisibles. La détérioration des échanges commerciaux, au cours des deux années 1966-67, résultait, en grande partie, du tassement de la demande globale dans les autres pays et du ralentissement du rythme de progression des exportations qui en était la conséquence. Quant à la contraction du solde des transactions invisibles, passé d'un excédent de \$130 millions à un déficit d'un montant légèrement supérieur, il semblait davantage lié à des causes de nature structurelle. Le renversement faisait suite à une détérioration, amorcée en 1960 (où l'on avait noté un surplus de \$540 millions), dont l'origine s'explique essentiellement par le gonflement des dépenses des touristes français à l'étranger et l'accroissement du volume des envois de fonds des travailleurs étrangers. Si, à partir de 1965, la balance du tourisme n'avait pas marqué une nouvelle aggravation, les envois de fonds par les travailleurs étrangers s'étaient, par contre, poursuivis à un rythme accéléré; en outre, le poste « Opérations gouvernementales » s'était détérioré, en 1967, à la suite du transfert hors de France du quartier général de l'O.T.A.N. et du départ des troupes américaines.

Après avoir marqué un recul en 1966, les entrées nettes de capitaux privés à long terme qui, d'une façon caractéristique, avaient accompagné, à partir des années 1960, l'excédent des transactions courantes, avaient légèrement progressé en 1967, au point de représenter l'essentiel du surplus de la balance de base des paiements. La balance des paiements d'ensemble s'était toutefois soldée par un déficit, en raison des sorties de capitaux à court terme, résultant, pour une part, des achats d'or effectués par les particuliers dans les circonstances exceptionnelles du dernier trimestre de l'année.

Au début de 1968, en l'absence par conséquent des excédents de caractère exceptionnel qui avaient été dégagés au début des années 1960, la situation

France: Balance des paiements¹.

Postes	Moyenne 1959-63	1964	1965	1966	1967	1968 ²
en millions de dollars E.U.						
Commerce (f.o.b.)						
Exportations	5.220	7.625	8.265	8.985	10.150	11.250
Importations	4.900	7.715	7.935	9.015	10.000	11.900
Balance commerciale	320	— 90	330	— 30	150	— 650
Services (en chiffres nets)						
Revenus des investissements	70	55	85	90	105	.
Tourisme	190	35	— 25	10	— 5	.
Envois de fonds des travailleurs étrangers	— 140	— 230	— 275	— 330	— 365	.
Opérations gouvernementales	70	65	55	35	— 125	.
Divers	220	250	290	265	250	.
Total	410	175	130	70	— 140	— 800
Balance des paiements courants	730	85	460	40	10	— 1.450
Mouvements de capitaux à long terme (en chiffres nets)						
Privés						
Investissements français à l'étranger (en chiffres nets)	10	— 75	— 175	— 215	— 305	.
Investissements étrangers en France (en chiffres nets)	420	600	535	370	615	.
Total	430	525	360	155	310	.
Officiels	— 80	— 80	— 70	— 75	— 45	.
Total	350	445	290	80	265	— 300
Balance de base	1.080	530	750	120	275	— 1.750
Mouvements des capitaux à court terme, règlements multilatéraux, plus erreurs et omissions	90	265	390	255	— 310	— 1.400
Remboursements anticipés de la dette extérieure	— 360	—	— 180	— 70	—	—
Balance générale (= variations des postes monétaires)	810	795	960	305	— 35	— 3.150

¹ Sur la base des règlements.

² Estimations provisoires de la B.R.I.

fondamentale de la balance des paiements était encore, sinon excédentaire, du moins en équilibre. Avec un volume d'actifs nets de quelque \$7 milliards, la position des réserves monétaires était très confortable. En dépit des appréhensions éprouvées au sujet de l'incidence sur l'industrie française des réductions tarifaires, devant entrer en application à partir du 1^{er} juillet 1968, dans le cadre de la C.E.E. et des « négociations Kennedy », la situation des finances extérieures de la France ne soulevait pas de problèmes vraiment sérieux.

La situation s'est transformée à la suite de la crise de confiance engendrée par les grèves. Aucune statistique officielle sur la balance des paiements de la France, en 1968, n'a encore été publiée, mais, selon les estimations provisoires de la Banque des Règlements Internationaux, le déficit global, pour l'année tout entière, a dépassé \$3 milliards. La balance de base a fait apparaître un solde négatif de quelque \$1,75 milliard et les sorties de capitaux à court terme se sont élevées à près de \$2 milliards, y compris \$500 millions par le canal des banques, non inclus dans les estimations de la balance des paiements ci-dessus. Le montant net des avoirs officiels extérieurs a accusé, par conséquent, un fléchissement de \$3,7 milliards, dont le financement a été assuré, à concurrence de près de 50%, par l'utilisation de droits de tirage sur le Fonds Monétaire et par le recours à l'emprunt et, pour le solde, par des prélèvements sur l'encaisse-or et les avoirs en devises.

Il convient de souligner que le déficit de paiements de la France, en 1968, est plutôt le résultat d'un mouvement de défiance que la conséquence d'une vive détérioration des tendances de fond; ceci apparaît clairement à la lumière de l'évolution des mouvements de capitaux à court terme, tandis que le déficit de la balance de base des paiements était lui-même affecté par la perte de confiance. Les importations nettes de capitaux à long terme enregistrées précédemment ont certainement fait place à des sorties massives, compte tenu d'un fort revirement dans les opérations de portefeuille, les investisseurs français cherchant protection à l'étranger; la fuite des capitaux s'accélérait encore dès l'annonce, début septembre, du projet de vive majoration des droits de succession. En ce qui concerne les opérations courantes, le recul du solde net des échanges invisibles s'explique, en grande partie, par les majorations des envois de fonds effectués par les travailleurs étrangers, qui transféraient, en plus des sommes économisées sur leurs revenus courants, une partie de l'épargne précédemment constituée; enfin, la cause de l'aggravation de la balance commerciale, établie sur la base des règlements, réside, pour une bonne part, dans les phénomènes de décalage des paiements.

Abstraction faite des répercussions psychologiques de la crise, et de la perte temporaire de recettes touristiques consécutive aux grèves et au climat d'incertitude, le solde des transactions fondamentales accuserait, en fait, en 1968, une

détérioration relativement faible. C'est ainsi que la balance commerciale, établie sur la base des statistiques douanières, fait apparaître un fléchissement de \$260 millions seulement pour l'ensemble de l'année. La situation a cependant fortement empiré à la fin de l'année. Au quatrième trimestre, les importations, d'après les statistiques douanières, ont dépassé de plus de 15% le niveau d'avant mai, alors que les exportations ont progressé d'un peu moins de 9%, portant ainsi le déficit des échanges commerciaux, calculé sur une base annuelle, à \$2,25 milliards environ, contre moins de \$1 milliard pendant les quatre premiers mois de 1968. La faiblesse de la position de la balance commerciale était, certes, exagérément accentuée par les incertitudes qui planaient sur le franc et leurs répercussions défavorables sur les transactions commerciales elles-mêmes, en particulier au quatrième trimestre, puis, en décembre, par le volume artificiellement élevé des importations en provenance d'Allemagne fédérale. Fondièrement, la balance commerciale se ressentait du développement accéléré de l'activité économique depuis juin et, probablement, d'un affaiblissement de la position concurrentielle de la France.

Si, de mai à novembre, le cours du franc par rapport au dollar s'est situé presque constamment à son plancher d'intervention sur les marchés des changes, le volume des ventes de devises a évolué de façon nettement moins uniforme. Pendant les deux mois ou presque qui ont suivi la réouverture du marché des changes à Paris au début de juin, le franc a été soumis à des pressions constantes; celles-ci se sont vite atténuées à la suite de l'annonce, dans les premiers jours de juillet, de l'octroi de facilités de soutien multilatéral, d'un montant total de \$1,3 milliard, s'ajoutant aux réserves monétaires. La recrudescence d'un fort, mais passager, courant de ventes, début septembre, eut sa source, semble-t-il, dans des prises de positions spéculatives à la réévaluation du deutsche mark plutôt que dans un changement fondamental de la position du franc, même si l'apparition de ces tensions coïncidait avec la suppression du contrôle des changes établi en mai. De même, la spéculation sur le deutsche mark semble avoir été à l'origine de l'alourdissement prononcé du franc en novembre, bientôt accentué par la conviction qu'un ajustement multilatéral des parités de change était imminent. Malgré le sentiment général, à l'issue de la conférence de Bonn, que la France abaisserait la parité de sa monnaie, le gouvernement décida de la maintenir; il estimait surtout que la dévaluation renforcerait les fortes pressions des prix toujours présentes dans l'économie française et, en conséquence, ne rétablirait pas les conditions requises pour une croissance régulière de l'activité. Sa décision a été appuyée par un changement d'orientation radical de la politique économique et, au même moment, de nouvelles facilités internationales de crédit, pour un montant total de \$2 milliards, furent mises sur pied.

En réponse immédiate à la crise qui se développait, la Banque de France a intensifié son contrôle sur la liquidité de l'économie: relèvement du coefficient des réserves obligatoires et du coefficient de retenue des effets à moyen terme par les banques, plafonnement de l'expansion du crédit bancaire; en outre, le taux d'escompte, qui avait été porté à 5% en juillet, a été élevé à 6%. Puis, une fois la décision de maintenir la parité existante annoncée, le gouvernement a pris une série de mesures budgétaires, à savoir: compression des dépenses inscrites au budget et majoration des taux de la taxe à la valeur ajoutée, en compensation de la suppression quasi générale de la taxe sur les salaires. Cette substitution répondait au désir d'accroître les recettes budgétaires et à celui d'exercer une action directe de soutien en faveur de la balance des paiements, étant donné que la taxe s'applique aux importations, alors qu'elle est intégralement récupérable en ce qui concerne les exportations. Ces dispositions permettaient de ramener à FF 6,4 milliards le découvert budgétaire prévu pour 1969, contre FF 11,7 milliards chiffrés dans le projet du mois d'octobre. L'action des autorités visait à un ralentissement du rythme d'expansion de la demande interne, en partie, par le biais de la montée des prix. Cependant, comme les tensions inflationnistes avaient également leur source dans l'aggravation des coûts de production, les autorités ont pris de nouvelles mesures pour freiner les hausses; les prix des services et des marchandises qui, jusque-là, étaient demeurés libres de contrôle, ont été ainsi bloqués. Enfin, le contrôle des changes a été rétabli dans des conditions bien plus sévères qu'en mai.

Les décisions gouvernementales mirent immédiatement un terme au fléchissement des réserves monétaires nettes et, de décembre à février, les lourdes pertes assumées en novembre se trouvèrent compensées. Ce résultat a été, en grande partie, obtenu grâce à l'application du contrôle des changes, qui oblige notamment les résidents à rapatrier leurs créances sur l'étranger, et les banques françaises à réduire et, ultérieurement, à équilibrer leur position nette en devises; en outre, l'accès des résidents au marché des changes à terme a été fortement limité, libérant ainsi les banques de la nécessité de conserver les fortes positions en devises au comptant constituées à partir de mai. L'impact initial du rétablissement du contrôle des changes a paru s'estomper en mars, lorsque la France a recommencé à subir des pertes de réserves; en avril, les incertitudes provoquées par la démission du Président de la République ont déclenché une sortie considérable de capitaux. Le mouvement s'est poursuivi, en mai, sous l'effet de la recrudescence de la spéculation en faveur du deutsche mark.

Il est encore trop tôt pour se faire une idée précise des répercussions définitives des mesures adoptées dans le sillage de la crise de novembre et renforcées au début de mai 1969 par la prorogation, jusqu'à la fin de l'année, du plafonnement

des encours des banques et par un renforcement des restrictions de crédit à la consommation. Le rythme de croissance de la production industrielle, pendant les premiers mois de 1969, ne s'est que peu ralenti et il était accompagné d'une progression du nombre total des personnes au travail et du nombre moyen des heures ouvrées. De ce fait, et compte tenu du niveau élevé des taux des salaires horaires, il est permis de penser que la demande des particuliers, en fort accroissement déjà au cours des derniers mois de 1968, demeurera vivace. Bien des choses vont maintenant dépendre du rythme d'augmentation des salaires au cours de 1969; à cet égard, l'attitude du gouvernement face à la nouvelle vague de revendications salariales, en mars dernier, a traduit une fermeté accrue. En même temps, tout porte à croire que les investissements vont augmenter, bien que la progression puisse être freinée par les restrictions de crédit; enfin, le découvert budgétaire, encore que fortement réduit, subsiste toujours. Compte tenu de la nécessité, pour les entreprises, de reconstituer les stocks dégarnis à la fin de 1968, et de l'augmentation des exportations, il semble que la croissance de la demande globale se maintiendra à un niveau élevé, même si elle doit sans doute connaître un certain ralentissement; il faut donc s'attendre à une nouvelle progression des importations.

Dans ces conditions, il n'est pas facile de prévoir une amélioration rapide de la balance commerciale. Les mesures fiscales de novembre n'offraient un avantage aux produits français par rapport aux marchandises importées que dans la mesure où la suppression de la taxe sur les salaires était bien répercutée sur les prix. Même si ce transfert s'effectuait intégralement, l'avantage relatif, en matière de prix, ne serait, d'une façon générale, que de 2½% au maximum. Le contingentement temporaire des importations, appliqué à partir de juin, a été, par ailleurs, aboli à la fin de l'année, et la préférence donnée aux exportateurs aux termes du nouveau régime fiscal ne fait que compenser la suppression des subventions à l'exportation (qui s'élevaient à 6% des charges salariales de juin à novembre et ensuite à 3% jusqu'en février) et les majorations apportées au taux privilégié de réescompte dont bénéficiaient les exportateurs. L'aide apportée par l'Etat à la balance commerciale ne s'est donc pas accrue de façon sensible. L'évolution des transactions visibles sera davantage influencée par la progression de la demande interne et le rythme d'expansion des marchés étrangers. La balance des transactions invisibles, par contre, pourrait se redresser. Les recettes au titre du tourisme devraient retrouver un niveau plus normal. La France bénéficiera, en outre, de versements plus importants de la part du Fonds agricole de la C.E.E. (F.E.O.G.A.). Par ailleurs, le contrôle des changes limite maintenant les exportations de capitaux par les résidents. Il est, toutefois, peut vraisemblable que des capitaux refluent volontairement en France, pour des

montants importants tant que les difficultés de la balance commerciale n'auront pas été ostensiblement surmontées.

La situation ne sera pas facile au cours des mois à venir. A condition que la hausse des salaires puisse être contenue et que la productivité s'accroisse à un rythme soutenu, la pression sur les prix pourrait commencer à s'éloigner. La confiance s'en trouverait raffermie, mais la perspective d'un important déficit de la balance des paiements courants demeurerait encore présente pour un temps.

Royaume-Uni.

En abaissant le taux de change de la livre de \$2,80 à \$2,40 en novembre 1967, les autorités britanniques escomptaient amener la demande, tant intérieure qu'extérieure, à s'orienter largement vers les produits nationaux, de façon à dégager un excédent substantiel au titre des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme. Compte tenu du puissant effet stimulant que la dévaluation n'aurait pas manqué d'exercer, à elle seule, sur l'économie, des mesures restrictives complémentaires s'imposaient sur les plans budgétaire et monétaire, pour limiter l'accroissement de la demande globale et, de la sorte, faciliter le transfert des ressources au profit du commerce d'exportation tout en provoquant une contraction des importations. Cette action restrictive n'avait pas pour objet d'empêcher une augmentation de la production, ni une réduction modérée du potentiel de production inutilisé. Toutefois, étant donné l'étroitesse de cette réserve de capacité productive et l'incertitude qui régnait à l'égard de l'évolution des exportations, des importations et des revenus nominaux après la dévaluation, les autorités ont essayé de naviguer au plus près, se réservant la possibilité d'intervenir rapidement par la suite, en cas de difficultés imprévues.

Quand la décision de dévaluer le sterling a été annoncée, le chômage représentait 2,3% des effectifs disponibles, mais, si l'on en juge d'après l'expérience acquise dans le passé, le chiffre des offres d'emploi non satisfaites correspondait mieux à un pourcentage de chômage de près de 2%. En outre, sous l'effet des mesures stimulantes adoptées pendant l'été et l'automne, les dépenses des consommateurs se sont inscrites en vive reprise, absorbant la capacité de production disponible avec une rapidité dont les autorités n'ont pris pleinement conscience que quelques mois plus tard. Les restrictions de crédit et la politique de limitation des hausses de salaires ont été assouplies et le gouvernement a accéléré les transferts de ressources publiques au secteur privé, tandis que la demande de biens et de services du secteur public a continué de s'inscrire en forte reprise. Lors de la modification de parité, les autorités se sont limitées à provoquer un

nouveau resserrement des conditions d'accès au crédit, comprenant un relèvement à 8% du taux officiel d'escompte, une limitation sélective des avances des banques et un durcissement des conditions des ventes à tempérament. Les pouvoirs publics ont, par ailleurs, annoncé des compressions dans leur programme de dépenses et une aggravation de la fiscalité des sociétés au titre de l'exercice financier 1968-69. En janvier 1968, des réductions de crédits beaucoup plus énergiques, affectant à la fois les dépenses militaires et civiles, ont été décidées. Ces compressions ont permis, dans une large mesure, de ramener le rythme de progression des dépenses publiques de 7½%, en termes réels, pour l'exercice 1967-68, à 1% pour l'exercice 1969-70. Il a été également indiqué que le budget prévoirait une nouvelle augmentation sensible des impôts.

Les craintes de hausses de prix que faisaient naître tant la dévaluation que l'annonce d'un alourdissement de la fiscalité ont donné un nouvel élan aux dépenses des consommateurs, qui ont progressé pendant le premier trimestre à un rythme annuel de 12%. La progression des importations a été encore plus rapide: 8% en volume et 13% en valeur (exprimée en livres sterling) d'un trimestre à l'autre. Le climat de défiance à l'égard de la monnaie a également stimulé l'intérêt pour les valeurs mobilières à revenu variable, et un volume important de capitaux a été investi en actions de mines australiennes. Sur le marché des changes, la situation, qui de toute façon était restée défavorable au sterling depuis la dévaluation en raison des perturbations provoquées par les achats massifs d'or à caractère spéculatif, s'est aggravée du fait de l'accroissement des importations et des investissements de portefeuille en valeurs étrangères. Tous ces mouvements se sont encore intensifiés au début de mars, lorsqu'une pression intense s'est exercée sur la livre et que les autorités ont effectué d'importants tirages sur les nouvelles facilités de crédit, d'un montant de \$1,5 milliard, consenties au Royaume-Uni par certaines banques centrales lors de la dévaluation. Quand les pays membres du pool de l'or ont décidé, le 17 mars, de cesser d'approvisionner le marché en métal, l'aide financière accordée à la livre a été renforcée, portant à \$4 milliards le total des crédits immédiatement disponibles (compte tenu des facilités stand-by consenties par le F.M.I.).

Le budget de 1968, présenté deux jours plus tard, prévoyait un alourdissement de la fiscalité devant se traduire, pour une année pleine, par un supplément de recettes évalué à £923 millions. Le taux de l'impôt sur les sociétés a été porté de 40 à 42½% — conformément à ce qui avait été annoncé au moment de la dévaluation — et les gros revenus tirés des investissements ont été soumis, pour un an, à un prélèvement exceptionnel. Mais, la majeure partie des augmentations a porté sur la fiscalité indirecte: taxe à l'achat, droits d'accise, redevances sur les véhicules automobiles et taxe sélective sur l'emploi ont été sensiblement relevés.

On estimait qu'au total, pendant le second semestre de 1968, ces modifications devaient réduire la consommation privée, en termes réels, de 2% par rapport au niveau atteint un an auparavant. Le discours de présentation du budget annonçait, en outre, des projets de loi permettant au gouvernement de poursuivre son action modératrice sur les revenus nominaux et les prix. Pour une durée d'un an, à compter de juillet 1968, la progression des salaires a été ramenée à 3 ½% au maximum, sauf dans le cas d'accords de productivité de caractère exceptionnel, et l'accroissement des dividendes a été également soumis à une limitation.

De nouvelles mesures s'imposaient également sur le plan monétaire. En effet, le volume du crédit bancaire au secteur privé accusait une progression de £765 millions au titre du premier semestre, contre £410 millions et £235 millions respectivement pour la période correspondante des années 1966 et 1967. Pour pouvoir satisfaire une demande de prêts de cette importance, les banques avaient été amenées à réduire leur portefeuille de Fonds d'Etat à un rythme beaucoup plus accentué que la normale saisonnière. Vers la fin du mois de mai, la Banque d'Angleterre a donc pris la décision de renforcer les restrictions de crédit. Les exceptions importantes à la limitation des encours — crédits de financement des exportations et prêts à taux fixe à la construction navale — ont été supprimées et le volume global des prêts bancaires a été plafonné à 104% du niveau de novembre 1967, taux que les principales banques britanniques avaient déjà atteint. Vers la même époque, la Banque d'Angleterre a commencé à réduire ses interventions de soutien sur le marché des Fonds d'Etat, laissant ainsi la faiblesse de ce dernier se refléter davantage dans l'évolution réelle des cours des obligations et des taux d'intérêt.

Les nombreuses mesures adoptées ou annoncées entre novembre 1967 et mai 1968 ont diversement influencé l'évolution de la demande et de la production pendant le reste de l'année 1968. Pour ce qui est de la demande étrangère, l'espoir de voir progresser les exportations s'est réalisé, à la faveur non seulement de la dévaluation, mais aussi de l'essor exceptionnel du commerce international en 1968. Pour le Royaume-Uni, la comparaison avec 1967 est rendue difficile en raison des grèves des dockers qui, en automne 1967, ont bloqué certaines exportations jusqu'au début de 1968. Mais, compte tenu de l'influence approximative de ce facteur, on peut estimer que le taux de progression du volume des exportations en 1968 a été proche de 10%, soit trois fois l'accroissement annuel moyen des dix années précédentes. Le développement des ventes à l'étranger a été régulier pendant toute l'année, mais c'est au cours du troisième trimestre qu'il a connu son rythme le plus rapide.

En ce qui concerne la demande intérieure, les dépenses publiques ont atteint un palier un peu plus rapidement que prévu. Au total, les dépenses courantes

et les dépenses d'investissement ont progressé d'environ 1% en volume en 1968. En même temps, les investissements des entreprises privées, tant en capitaux fixes que sous forme de stocks, sont restés assez stationnaires jusqu'à l'automne, période qui a été marquée par une légère reprise. En revanche, la consommation des ménages s'est inscrite en progression. La fièvre exceptionnelle de dépenses du premier trimestre, qui a fait fléchir le rapport entre l'épargne des particuliers et leur revenu disponible bien au-dessous de la normale, est tombée peu après la présentation du budget et, au deuxième trimestre, la consommation globale, en termes réels, est revenue au niveau atteint au milieu de 1967. Cette pause a toutefois été suivie d'une reprise qui s'est poursuivie jusqu'à la fin de l'année. Pendant le second semestre de 1968, alors qu'on s'attendait à un recul de l'ordre de 2% en termes réels, la consommation s'est accrue de près de 1% par rapport à la période correspondante de 1967. Pour l'ensemble de l'année 1968, la consommation privée a dépassé de 2½% son niveau de 1967.

La recrudescence des dépenses des consommateurs, à partir du début du second semestre, a tout d'abord reflété l'évolution des revenus des particuliers, bien qu'au cours du quatrième trimestre elle ait été accentuée par un fléchissement du taux de l'épargne des particuliers. Les gains nominaux dans l'industrie ont progressé de 2½% par rapport aux six premiers mois de 1968 et de plus de 8% par rapport au deuxième semestre de 1967. Ce mouvement s'explique, en partie, par l'allongement de la durée du travail, mais plus encore par des majorations de salaires dépassant sensiblement l'objectif de 3½% fixé par les autorités. Les prix de détail ont également accusé une hausse importante - 2,2% et 5,6% respectivement par rapport aux deux périodes considérées - mais cette augmentation a été, pour plus de la moitié, la conséquence de la dévaluation et des nouveaux impôts. Des améliorations de salaires atteignant les proportions que l'on vient d'indiquer ne résultaient manifestement pas d'une pression générale exercée sur le marché du travail; en fait, le pourcentage moyen du chômage en 1968 a été, avec 2,3%, légèrement supérieur à celui de 1967. En dépit d'une progression du nombre des offres d'emploi non satisfaites, révélatrice de la pénurie de certaines catégories de main-d'œuvre, le nombre total des emplois offerts est resté bien au-dessous des niveaux records de 1965-66. Les hausses de prix consécutives à la dévaluation ne pouvaient manquer de donner naissance à des revendications de la part des salariés, étant donné surtout que le changement de parité était intervenu cinq mois seulement après l'assouplissement de la politique des salaires. Toutefois, le développement marqué de l'agitation dans l'industrie a également reflété l'opposition des syndicats au maintien de la législation sur les salaires et, vers la fin de l'année, aux propositions gouvernementales de réforme du droit de grève.

Le produit national brut, en termes réels, s'est accru en 1968 de 3%, accusant ainsi une progression bien inférieure à celle du montant global des dépenses finales. Cette évolution divergente s'explique essentiellement par un accroissement de 9% du volume des importations de marchandises intervenu en majeure partie pendant les quelques mois qui ont immédiatement suivi la dévaluation. Il est possible que les grèves des dockers aient, à l'époque, exagéré quelque peu l'ampleur de ce mouvement; toutefois, leurs répercussions ont été moins accentuées sur les importations que sur les ventes à l'étranger. Par la suite, cette tendance s'est progressivement atténuée. Les achats à l'étranger ont progressé, en 1968, de 10% en volume pour les matières premières à usage industriel, de 16% pour les produits semi-ouvrés et de 11% pour les produits finis. Il est assez surprenant que les importations aient pu marquer une telle recrudescence dans la période qui a suivi la dévaluation, même si l'on considère que la production passait par une phase de reprise de caractère cyclique, la première depuis la suppression de la surtaxe à l'importation en novembre 1966. La constitution de stocks, qui peut expliquer une évolution comparable des importations au cours des années passées, n'a pas, selon les estimations, atteint un niveau exceptionnel en 1968. D'autre part, les fournisseurs étrangers n'ont pas cherché, en général, à tenir leurs prix exprimés en sterling: ainsi la valeur unitaire en livres des produits importés a augmenté presque immédiatement de 11%. Bien que certains facteurs particuliers (tels que les achats d'argent-métal de caractère spéculatif pour compte de non-résidents) aient exercé une influence et bien que, dans une certaine mesure, les fluctuations à court terme du volume des importations aient un caractère désordonné, le fait que les achats à l'étranger n'aient amorcé aucun fléchissement à partir du niveau élevé atteint en début d'année laisse penser que la préférence pour les produits importés a été plus marquée que prévu. Si tel est le cas, le niveau des exportations devra lui aussi, à l'avenir, s'améliorer dans les mêmes proportions pour permettre d'assurer un équilibre durable des comptes extérieurs.

Deux facteurs ont, en particulier, empêché la balance commerciale d'enregistrer rapidement une amélioration en rapport avec l'expansion des exportations. En premier lieu, la demande de produits importés est demeurée à un niveau élevé. En second lieu, les termes de l'échange se sont détériorés à concurrence de 3½%, la hausse des prix à l'importation, exprimés en livres sterling, ayant été, après la dévaluation, supérieure à celle des prix des marchandises exportées; sur la base d'un volume d'échanges commerciaux égal à celui de 1967, cette détérioration aurait, à elle seule, aggravé le déficit commercial de près de £200 millions. En fait, la balance des échanges visibles a accusé, en 1968, un déficit de £795 millions, contre £640 millions l'année précédente. En revanche, l'excédent dégagé au titre des transactions invisibles a progressé de £135 millions et les sorties de capitaux à long

Royaume-Uni: Balance des paiements.

Postes	1967	Année	1968			
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de livres sterling, chiffres corrigés des variations saisonnières						
Commerce (f.o.b.)						
Importations	5.565	6.790	1.670	1.665	1.720	1.740
Exportations et réexportations	5.025	6.105	1.490	1.435	1.570	1.610
Balance commerciale	- 540	- 695	- 180	- 230	- 150	- 130
Règlements d'achats d'avions militaires aux Etats-Unis	- 100	- 110	- 25	- 30	- 35	- 20
Services (en chiffres nets)	240	375	65	130	115	70
Balance des paiements courants	- 400	- 420	- 140	- 130	- 70	- 80
Mouvements de capitaux à long terme						
Capitaux officiels	- 60	20	- 20	30	20	- 5
Capitaux privés						
Investissements britanniques à l'étranger	- 435	- 620	- 160	- 165	- 100	- 170
Investissements étrangers au Royaume-Uni	375	560	70	115	270	105
Total des mouvements de capitaux à long terme (en chiffres nets)	- 120	- 40	- 130	- 20	190	- 70
Balance de base corrigée des variations saisonnières	- 520	- 460	- 270	- 150	120	- 150
Balance de base avant ajustement	- 520	- 460	- 295	- 105	65	- 120
Erreurs et omissions	220	- 90	- 85	5	15	- 20
Balance totale	- 300	- 550	- 380	- 100	80	- 140

terme ont fléchi de £80 millions. Ce résultat s'explique, pour une faible part dans le premier cas, mais presque en totalité dans le second, par l'entrée en jeu de facteurs temporaires, tels que le report de l'échéance de fin d'année des emprunts contractés en Amérique du Nord et de leurs intérêts. Compte tenu du renversement, à concurrence de £310 millions, du solde du poste « Erreurs et omissions » qui, de créditeur en 1967, est devenu débiteur, le déficit total à financer s'est aggravé de £250 millions, pour s'établir à £550 millions. La couverture de ce déficit a été assurée, en fait, par la mobilisation, en juin, du crédit de confirmation de £583 millions ouvert par le F.M.I. lors de la dévaluation.

Toutefois, pendant l'été et l'automne, d'autres facteurs sont venus compliquer la tâche des responsables de la monnaie. Tout d'abord, les pays d'outre-mer de la zone sterling, craignant d'éventuelles pertes de change, ont commencé à

réduire la composante sterling de leurs réserves. Des consultations ont été engagées à l'effet de limiter la menace que ces conversions constituaient pour la stabilité monétaire. Les discussions prolongées, qui se sont déroulées au cours de l'été, ont abouti, en septembre, à la publication d'un communiqué précisant qu'un groupe de douze banques centrales et la B.R.I. mettaient à la disposition du Royaume-Uni un crédit à moyen terme (dont les modalités sont décrites au Chapitre IV) d'un montant de \$2 milliards, destiné à compenser les fluctuations des avoirs officiels en livres des pays d'outre-mer de la zone sterling. En même temps, le gouvernement britannique concluait avec les pays d'outre-mer de la zone sterling une série d'accords aux termes desquels ces derniers pays obtenaient le bénéfice d'une garantie en dollars des Etats-Unis pour la majeure partie de leurs avoirs officiels en livres, sous réserve du maintien, pour chaque pays, d'un certain pourcentage minimum de la composante en sterling de ses réserves monétaires. Ces dispositions entrèrent en application à la fin de septembre, mettant bientôt fin aux opérations de diversification des réserves de la zone sterling.

Mis à part les mouvements enregistrés dans les avoirs officiels, l'année a été caractérisée par d'importantes sorties de capitaux privés libellés en sterling, notamment lors des crises qui ont secoué le marché des changes en mars et en novembre. En outre, les banques du Royaume-Uni ont sensiblement développé leurs opérations de financement en livres sterling des exportations britanniques et des échanges commerciaux entre pays tiers. Afin de limiter, dans une certaine mesure, ce développement, les autorités britanniques ont interdit, à partir du mois d'octobre, l'utilisation de la livre pour les opérations de financement des transactions commerciales entre pays non-membres de la zone sterling. Au total, le montant brut des créances libellées en livres sur des particuliers résidant hors de la zone sterling est passé, en 1968, de £794 millions à £1.041 millions, tandis que les engagements à leur égard fléchissaient de £656 millions à £537 millions. Etant donné l'intensité de la demande d'Euro-dollars, de la part notamment de banques américaines, et la faiblesse du sterling sur le marché des changes à terme, l'écart des taux d'intérêt pour les opérations d'arbitrage traitées avec couverture à terme entre Euro-dollars et livres sterling est resté en permanence défavorable à cette dernière monnaie et, de ce fait, les capitaux n'ont pas été incités à refluer vers Londres par le biais du marché des Euro-monnaies. Pour faire face aux sorties de fonds, la Banque d'Angleterre a eu largement recours aux facilités de crédit à court terme mises à sa disposition par d'autres banques centrales et, au surplus, les réserves officielles ont accusé un fléchissement de £114 millions en 1968.

Lorsqu'il est apparu plus nettement que l'amélioration de la balance des paiements demeurait limitée alors que la demande interne faisait preuve d'une

certaine vigueur, des mesures complémentaires furent prises pour redresser la situation. Ce fut d'abord, au début de novembre, un resserrement notable du crédit à la consommation. Puis, après les bouleversements qui se produisirent sur les marchés des changes, quelques jours plus tard, de nouvelles mesures de freinage furent appliquées: relèvement de 10% de la taxe sur les achats et des impôts indirects, aggravation sensible des restrictions de crédit. Au 1^{er} mars 1969, le plafond des avances des banques devait être ramené de 104% du niveau de novembre 1967 à 98% de ce niveau pour les clearing banks et les banques écossaises, et à 102% pour les autres établissements. Toutefois, les crédits de financement à taux fixe des exportations et de la construction navale bénéficiant d'une garantie de l'Etat, qui avaient été précédemment retenus parmi les éléments entrant dans le calcul de ces pourcentages, étaient une fois de plus mis hors plafond pour des raisons d'équité vis-à-vis des différentes banques. Enfin, a été instauré, pour une durée d'un an, un système de dépôt préalable aux importations de produits semi-finis et finis, aux termes duquel les importateurs sont tenus de déposer auprès des autorités douanières, en compte non productif d'intérêt, et pour une durée de six mois, 50% de la valeur des produits entrant dans les catégories visées par cette réglementation. D'après les estimations, les sommes ainsi déposées devraient atteindre environ £600 millions en mai 1969 et apporter une contribution importante au resserrement de la liquidité. L'ensemble des mesures prises en novembre, y compris les restrictions de crédit à la consommation, devait, estimait-on, réduire les dépenses de consommation de 1% pendant le premier semestre de 1969.

Dans la conduite de leur politique de gestion de la dette publique, les autorités ont poursuivi leurs efforts en vue de ralentir la monétisation des titres d'emprunt du Trésor britannique. Néanmoins, pendant le quatrième trimestre, les particuliers et les organismes non bancaires du secteur privé ont allégé leur portefeuille de Fonds d'Etat de £193 millions, portant à £207 millions les ventes nettes effectuées au cours de l'année, contre £286 millions d'achats nets en 1967. Les autorités ont laissé l'influence de ces ventes s'exercer en partie sur les cours et les rendements des Fonds d'Etat à long terme, qui étaient passés progressivement de 6,5% au début de 1967 à 7,6% en juin 1968, ont progressé à 8% vers la fin de l'année et à 9% environ en mai 1969.

La masse monétaire s'est accrue de 6½% en 1968, contre 10% l'année précédente. Toutefois, le volume des crédits à l'économie n'a que très faiblement fléchi; les besoins d'emprunt du secteur public ont sensiblement diminué, tout en restant élevés, mais ceux du secteur privé ont quelque peu augmenté. Le ralentissement du rythme d'expansion de la masse monétaire résulte donc de la contraction nettement plus accentuée des liquidités internes, entraînée par le déficit des paiements extérieurs.

Pendant le premier trimestre de 1969, l'exécution du budget s'est traduite par un excédent important, supérieur à la normale saisonnière, qui a ainsi provoqué une réduction sensible de la liquidité du secteur privé. La situation s'est tendue sur le marché financier: le rendement des obligations industrielles a dépassé 9%, et plusieurs émissions lancées par des sociétés sont restées aux mains des syndicats d'émission. La demande de crédits bancaires ne manifestant aucun signe de ralentissement, la Banque d'Angleterre a adressé aux clearing banks, à la fin de janvier, une nouvelle lettre soulignant que les avances des banques dépassaient encore sensiblement le nouvel objectif fixé pour mars, qu'en conséquence il était nécessaire de procéder à une réduction de 3%, soit de £150 millions, du total (corrigé des variations saisonnières) des prêts au secteur privé, et que, dès lors, il apparaissait nécessaire que les banques se fassent plus pressantes auprès de leurs clients les moins prioritaires pour obtenir le remboursement des prêts qui leur avaient été accordés. Le 27 février, le taux d'escompte officiel, qui avait été précédemment ramené en deux étapes à 7%, a été de nouveau porté à 8%, de façon à le mettre davantage en harmonie avec les taux pratiqués sur le marché britannique et sur les marchés étrangers, et à accentuer le resserrement du crédit.

Au cours de cette période, la livre sterling a retrouvé une certaine fermeté, le calme s'étant rétabli sur les marchés des changes et la balance des paiements

Budget du Royaume-Uni.

Postes	Exercices			
	1968-69		1969-70	
	Estimations après les modifications apportées au projet	Résultats	Estimations avant les modifications apportées au projet	Estimations après les modifications apportées au projet
	en millions de livres sterling			
Recettes				
Impôts	12.475	12.888	14.007	14.464
Autres recettes	400	475	544	544
Total des recettes	12.875	13.363	14.551	15.008
Dépenses				
Fonctionnement des services	10.725	10.810	11.613	11.800
Fonds consolidé	764	805	751	751
Total des dépenses	11.489	11.615	12.364	12.551
Excédent	1.386	1.748	2.187	2.457
Prêts accordés par le «National Loans Fund» (en chiffres nets)	-1.744	-1.423	-1.631	-1.631
Excédent (+) ou déficit (-) du budget général	- 358	+ 325	+ 556	+ 826

de la zone sterling d'outre-mer ayant enregistré un excédent de caractère saisonnier. L'amélioration peut également s'expliquer, en partie, par un afflux de fonds à court terme lié au système du dépôt préalable à l'importation et à la rigueur des conditions d'accès au crédit. Toutefois, l'équilibre fondamental de l'économie n'a guère varié. Les dépenses des consommateurs ont atteint un palier, mais le mouvement de reprise des investissements industriels s'est poursuivi; le chômage a quelque peu fléchi, et la balance commerciale n'a plus enregistré de nouvelle amélioration.

Etant donné cette situation, le budget de l'exercice 1969-70 a été conçu pour maintenir au niveau existant la pression exercée sur la demande intérieure. L'impôt sur les sociétés a été porté de 42 ½ à 45%, les taux de la taxe à l'achat ont été relevés et les droits sur l'essence, les jeux de hasard et les vins ont subi une majoration. Toutefois, le changement le plus marquant a été le relèvement, applicable à dater du 7 juillet 1969, de la taxe sélective sur l'emploi. A elle seule, cette mesure procurera 40% du supplément estimé à £340 millions, pour une année entière, des recettes fiscales. En conséquence, il est prévu que le gouvernement remboursera plus de £800 millions sur ses emprunts au cours du nouvel exercice budgétaire, alors qu'au cours de l'exercice précédent, le montant des remboursements nets a été en fait de £281 millions. Dans le domaine monétaire, le rendement effectif tiré de l'amortissement des titres d'Etat détenus par des investisseurs assujettis à l'impôt a été amélioré par l'exonération de la taxe sur les plus-values en capital à long terme, et les autorités ont provoqué un renchérissement des crédits bancaires accordés aux particuliers en n'autorisant plus ces derniers à déduire de leur revenu imposable le montant des intérêts versés aux banques. Le Chancelier de l'Echiquier a réaffirmé sa volonté de voir les clearing banks et les banques écossaises poursuivre leurs efforts pour ramener leurs encours au plafond qui leur est imposé (le montant des prêts soumis à limitation, qui avait fléchi en mars, a accusé un nouveau recul en avril de telle sorte que, pour l'ensemble du système bancaire, il n'était plus très éloigné du maximum autorisé). Les autorités ont également annoncé le lancement d'un nouveau plan d'épargne contractuel, dans lequel les sommes épargnées par les particuliers, à concurrence de £10 par mois, sont exonérées d'impôt. Au total, et compte tenu d'une majoration des pensions de 11% en automne, le budget a été calculé pour permettre une expansion du produit intérieur brut de près de 3% au cours des douze mois à venir, les exportations et les investissements fixes constituant les composantes dynamiques de la demande, et la consommation réelle des particuliers subissant peu de variations.

D'après les prévisions publiées en même temps que le contenu du budget, les exportations de biens et de services s'accroîtront de 6% en volume, contre

3 à 3 ½ % pour les importations entre le premier semestre de 1969 et la période correspondante de 1970. Conjuguée avec une légère amélioration dans les termes de l'échange, cette évolution entraînerait, ipso facto, un redressement sensible de la balance commerciale et de la balance générale des paiements. C'est vers un tel objectif que les autorités doivent tendre en tout premier lieu, car les progrès vers la réalisation d'un excédent des comptes extérieurs ont été lents. Comme on pouvait difficilement prévoir que les importations se situeraient à un niveau aussi élevé par rapport au produit national brut en 1968-69, le retard avec lequel les mesures budgétaires restrictives ont été prises et l'ampleur des revendications formulées par les salariés après la dévaluation ont contribué à accroître les difficultés. La politique actuelle d'excédent budgétaire et de resserrement monétaire ne pourra produire ses effets que dans la mesure où les augmentations de salaires resteront étroitement limitées au cours des mois à venir.

Etats-Unis.

L'économie américaine a continué de tourner au ralenti pendant le premier semestre de 1967, en dépit des assouplissements apportés à la politique monétaire avant que l'année ne commence. Pendant le second semestre, toutefois, l'impulsion expansionniste fournie par l'importance du déficit du budget fédéral s'est affirmée de nouveau. En fait, les dépenses du gouvernement fédéral (y compris les transferts) dépassaient de 13 % environ le niveau atteint un an auparavant, alors que les recettes avaient progressé de 6 % seulement; la construction de logements s'était également inscrite en vive reprise, du fait que les prêts hypothécaires pouvaient être de nouveau facilement obtenus. Entre juin et décembre, la production industrielle a augmenté à une cadence annuelle de plus de 8 % et, au début de 1968, l'économie avait retrouvé un état de surchauffe, caractérisé par une forte expansion de tous les principaux éléments de la demande finale. Le taux de chômage avait fléchi à 3,6 % au premier trimestre, reflétant l'existence d'une pression considérable sur les ressources disponibles. Les accords de salaires conclus vers le début de l'année traduisaient un accroissement annuel de 6 % des gains horaires moyens, tandis que les prix à la consommation augmentaient au rythme d'environ 4 %.

L'année 1968 commençait donc dans des conditions telles que des mesures budgétaires et monétaires restrictives s'imposaient de toute évidence. L'Administration fédérale avait déjà proposé un alourdissement de la fiscalité, d'abord au début de l'année 1967, sous la forme d'une taxe complémentaire de 6 % à l'impôt sur le revenu des particuliers; elle avait repris sa proposition en août, en portant le taux à 10 %, puis à nouveau dans le message sur le budget de 1968. Toutefois,

il n'apparaissait pas encore que cette mesure puisse être immédiatement approuvée, et comme les dépenses du gouvernement fédéral, notamment dans le domaine militaire, ne semblaient pas pouvoir être comprimées, la tâche de freiner le boom a tout d'abord incombé entièrement à la politique monétaire.

Les autorités avaient déjà laissé la situation monétaire se resserrer quelque peu pendant le second semestre de 1967, comme le montre la forte progression des taux d'intérêt. Le taux de rendement des Bons du Trésor à trois mois est passé de 3,5% en juin à 5% en décembre, tandis que le rendement des Fonds d'Etat à long terme progressait de 4,8 à 5,4%. A vrai dire, ces hausses s'expliquaient plutôt par l'importance des besoins financiers du gouvernement — l'exécution du budget s'est traduite, pendant ces six mois, par un découvert de \$19,3 milliards — que par le resserrement de la liquidité bancaire. En novembre, la Federal Reserve a commencé à exercer de nouveau une pression sur les réserves «libres» des banques adhérentes, et cette politique restrictive a continué d'être appliquée, à la fois pour des raisons internes et externes, jusqu'en mai 1968. L'endettement des banques membres auprès du Federal Reserve System a été porté de \$130 millions à près de \$750 millions (c'est-à-dire à peu près au niveau du troisième trimestre de 1966) et le rythme annuel d'expansion des prêts et des placements des banques est tombé de 11½% en 1967 à 6½% pendant le premier semestre de 1968. Les taux d'intérêt ont également poursuivi leur mouvement ascendant. Trois relèvements d'un demi-point chacun ont porté, en avril, le taux de rées-compte à 5½%, niveau le plus haut depuis 1929. Le taux plafond de 5½% dont étaient assortis les certificats de dépôt d'un montant nominal élevé a été remplacé, lorsque le rendement des Bons du Trésor a dépassé ce niveau, par une gamme de taux s'échelonnant de 5½% pour les échéances les plus rapprochées à 6¼% pour celles de 180 jours ou plus. Par la suite, les banques ont porté le «prime rate» (taux débiteur de base) de 6 à 6½%.

Malgré le resserrement du crédit, la production a augmenté aussi rapidement pendant le deuxième trimestre que pendant le premier, tandis que les prix accusaient une hausse plus prononcée. Au total, pendant le premier semestre de 1968, le produit national brut, en termes réels, a dépassé de 4½% le niveau atteint un an auparavant, les dépenses du gouvernement fédéral, la consommation des ménages et la construction de logements ayant constitué les éléments les plus dynamiques de la demande. Les prix à la consommation ont monté de 4% et les prix de gros des produits finis de 3%.

Une nouvelle phase de la politique économique s'est ouverte à la fin de juin quand fut finalement votée par le Congrès la majoration d'impôts. Les nouvelles dispositions prévoyaient outre l'institution pour une durée d'un an d'une

taxe complémentaire de 10% à l'impôt sur le revenu, avec effet rétroactif au 1^{er} avril pour les particuliers et au 1^{er} janvier pour les sociétés, la prorogation de l'application des taxes de 7% sur les automobiles et de 10% sur les communications téléphoniques à longue distance, et l'accélération du recouvrement de l'impôt sur les sociétés. De plus, les prévisions de dépenses du gouvernement fédéral devaient être réduites de \$6 milliards pour l'exercice 1968-69, mais il était évident que ces compressions allaient être en partie compensées par des accroissements dans les dépenses non soumises à un plafond (défense nationale et certaines autres charges).

L'alourdissement de la fiscalité, s'ajoutant aux restrictions de crédit, devait, estimait-on, exercer une action de freinage assez vigoureuse sur la demande, et peut-être même ramener l'activité à un niveau inférieur à celui du plein emploi. C'est pourquoi, par mesure de précaution, des assouplissements ont été apportés, assez hâtivement, à la politique monétaire. Les emprunts des banques adhérentes auprès de la Federal Reserve se sont inscrits en recul pendant l'été et au début de l'automne et, sur le marché, le fléchissement des taux d'intérêt a atteint un demi-point.

Cette aisance monétaire s'est révélée prématurée, l'aggravation de la fiscalité n'ayant pas produit les résultats attendus. Au lieu de perdre de son intensité pendant le second semestre, la surchauffe s'est encore accentuée et elle a continué d'être forte au cours du premier semestre de 1969. La responsabilité de cette situation incombait à la demande du secteur privé, qui est restée soutenue malgré

Etats-Unis: Budget fédéral.

Postes	Exercices			
	1967-68	1968-69	1969-70	
	résultats effectifs	résultats probables	prévisions initiales	prévisions révisées
	en milliards de dollars E. U.			
Recettes				
Impôts sur le revenu des personnes physiques et les bénéfices des sociétés	97,4	122,5	128,3	128,3
Taxes sur l'emploi et contributions	29,2	34,8	39,9	39,9
Autres recettes	27,1	28,8	30,5	30,5
Total des recettes	153,7	186,1	198,7	198,7
Dépenses				
Défense nationale	80,5	81,0	81,5	80,4
Santé publique et budget social	43,5	48,8	55,0	112,5
Autres dépenses	54,9	55,1	59,8	
Total des dépenses	178,9	184,9	196,3	192,9
Excédent (+) ou déficit (-) budgétaire	- 25,2	+ 1,2	+ 3,4	+ 5,8

la réduction du déficit budgétaire. Sur la base des statistiques des comptes de la nation, le déficit du budget fédéral s'est fortement réduit, passant d'un taux annuel de \$9,4 milliards pendant le premier semestre, à \$1,3 milliard pendant le second, et a fait place à un léger excédent au premier trimestre de 1969. Il est évident qu'après plusieurs années de hausse des prix et avec la forte pression qui s'exerçait sur les ressources, ce changement était insuffisant pour réduire le rythme d'accroissement des revenus disponibles et des investissements industriels.

Le trimestre qui a suivi immédiatement la majoration des impôts a été marqué par une forte progression des dépenses des consommateurs, portant surtout sur les véhicules automobiles et certains autres biens de consommation durables, et par un fléchissement de 7,5 à 6,3% du taux de l'épargne des particuliers. Une accalmie s'est produite pendant l'automne, mais c'est alors que les dépenses d'investissement ont amorcé un nouveau mouvement de reprise: entre le troisième et le quatrième trimestre, les investissements en capital fixe du secteur privé se sont accrus, en termes réels, de 4½%. La production a donc continué à se développer fortement pendant le second semestre de 1968, à un rythme un peu plus lent toutefois que pendant les six premiers mois. La pression s'est intensifiée sur les ressources et le taux de chômage a encore fléchi, pour atteindre 3,3%. En outre, les coûts de production et les prix ont continué leur mouvement ascendant à la même cadence que précédemment. Pour l'ensemble de l'année, le produit national brut a progressé de 5% en termes réels et de 9% aux prix courants.

La poursuite de l'expansion a été liée à une accélération marquée de la distribution du crédit bancaire pendant le second semestre, favorisée par la politique monétaire plus libérale adoptée pendant l'été. Entre juin et décembre, le taux de progression, sur une base annuelle, des prêts et des placements des banques, s'est établi à 15%, contre 6½% pendant les six premiers mois. Bien que l'accroissement du volume des crédits accordés par les secteurs non bancaires se soit ralenti, l'ensemble des fonds obtenus par les emprunteurs autres que des organismes financiers pendant le second semestre a dépassé d'environ 18% le chiffre correspondant des six premiers mois. L'état de surchauffe devenant plus caractérisé, les autorités sont revenues à une politique monétaire restrictive. Les emprunts des banques adhérentes auprès de la Federal Reserve ont augmenté de nouveau au quatrième trimestre, pour atteindre plus de \$800 millions en janvier 1969; au printemps, ils se maintenaient toujours à ce niveau. Le taux de l'escompte, qui avait été abaissé à 5¼% en août, a été porté à 5½% en décembre, puis à 6% en avril; lors de ce second relèvement, le pourcentage de réserves obligatoires applicable aux dépôts à vue a été également majoré d'un demi-point. Les taux d'intérêt ont suivi, sur le marché, une évolution analogue; le taux des Bons du Trésor est ainsi passé de 5,1% en août à 6,2% en janvier, et s'est

généralement maintenu, par la suite, au-dessus de 6%. Ces taux dépassaient le plafond fixé par le «Règlement Q» pour la rémunération des certificats de dépôt, et le fléchissement, qui en est résulté, du volume des émissions de cette catégorie de valeurs, a incité les banques à développer leurs recours au marché de l'Euro-dollar. Le taux de l'Euro-dollar sur la place de Londres est monté à 8½% en février, tandis que les engagements des banques des Etats-Unis à l'égard de leurs succursales à l'étranger sont passés d'environ \$7 milliards pendant le quatrième trimestre de 1968 à près de \$10 milliards à la fin de mars 1969. Le renchérissement du coût des dépôts a naturellement affecté les taux débiteurs: le «prime rate», qui avait été abaissé à 6¼% en septembre, a été relevé à quatre reprises entre décembre et mars, pour atteindre 7½%. Sur le marché financier, le rendement des Fonds d'Etat a dépassé 6% en mars, et celui des obligations de sociétés privées a dépassé 7%.

Le retour à une politique de restriction monétaire a eu pour effet de ralentir le développement des crédits bancaires et de la masse monétaire pendant le premier trimestre de 1969, mais la demande intérieure globale est restée très forte et la production a poursuivi son expansion. L'indice de la production industrielle a atteint, en moyenne, 169,7 points contre 167,4 pendant le trimestre précédent. Certaines indications moins manifestes montraient que le boom commençait peut-être à perdre de son intensité et, pour le troisième trimestre consécutif, le taux de croissance du produit national brut en termes réels (3% sur une base annuelle) a accusé un ralentissement. L'accroissement nominal du produit national brut a toutefois été, avec \$16 milliards, du même ordre que pendant le trimestre précédent, en raison de l'accentuation de la montée des prix. En outre, l'accroissement sensible des dépenses d'investissement prévues dans l'industrie en 1969 traduisait, de la part de la grande majorité des milieux d'affaires, la conviction que le mouvement d'expansion se poursuivrait.

En face de cette situation, la nouvelle administration a décidé d'accentuer quelque peu la pression fiscale existante, afin qu'avec l'appui de la politique restrictive du crédit, l'inflation puisse être jugulée dans un délai d'un an. Il ne s'agissait pas d'arrêter brusquement l'élan de l'économie, mais plutôt d'atténuer progressivement les tensions inflationnistes. Après réexamen des prévisions budgétaires pour l'exercice 1969-70, une compression de \$4 milliards des dépenses précédemment inscrites a été proposée, de façon à porter à \$5,8 milliards l'excédent envisagé pour cet exercice, contre \$1,2 milliard prévu pour l'exercice 1968-69. En ce qui concerne la fiscalité, la nouvelle administration a proposé la suppression immédiate du crédit d'impôt de 7% institué en faveur des investissements, et la prorogation de la taxe complémentaire à l'impôt sur le revenu, à un taux ramené toutefois de 10 à 5% à partir du 1^{er} janvier 1970.

Comme on pouvait le prévoir, l'essor de l'économie interne a entraîné une détérioration accentuée de la balance des échanges de biens et services des Etats-Unis en 1968. Les importations de marchandises ont progressé de 23%, pour atteindre \$33,3 milliards et, malgré un accroissement de près de 10% des exportations, dont le niveau a atteint \$33,4 milliards, l'excédent de la balance commerciale a pratiquement disparu. L'accélération des achats à l'étranger s'explique, à concurrence d'un huitième environ, par les grèves, ou les menaces

Etats-Unis: Balance des paiements.

Postes	1967	Année entière	1968			
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U., chiffres corrigés des variations saisonnières						
Commerce						
Exportations (à usage civil seulement)	30.465	33.380	7.915	8.380	8.835	8.250
Importations (à usage civil seulement)	26.990	33.275	7.880	8.335	8.590	8.470
Balance commerciale	3.475	105	35	45	245	— 220
Services (en chiffres nets)						
Revenus des investissements . . .	5.706	6.145	1.380	1.570	1.640	1.545
Dépenses de caractère militaire . .	— 3.100	— 3.140	— 805	— 760	— 740	— 830
Tourisme	— 1.550	— 1.320	— 340	— 340	— 375	— 265
Autres services	— 1.040	— 980	— 240	— 175	— 230	— 330
Total	15	705	— 5	295	295	120
Balance des biens et services . .	3.490	810	30	340	540	— 100
Dons de l'Etat et mouvements de capitaux officiels (en chiffres nets)	— 4.210	— 3.975	— 1.160	— 1.070	— 940	— 805
Mouvements de capitaux privés américains (en chiffres nets)						
Investissements directs	— 3.020	— 2.745	— 375	— 1.035	— 1.170	— 165
Autres mouvements de capitaux à long terme	— 1.270	— 1.050	— 200	— 60	— 175	— 620
Mouvements de capitaux à court terme	— 1.215	— 1.065	— 130	— 355	— 455	— 120
Mouvements de capitaux étrangers (en chiffres nets) . . .	3.185	8.385	1.410	2.485	1.830	2.655
Erreurs et omissions	— 530	— 200	— 275	— 485	420	145
Balance des paiements, sur la base de la liquidité	— 3.570	160	— 700	— 180	50*	990*
Accroissement des engagements liquides des Etats-Unis autres que les engagements envers des autorités monétaires étrangères, moins aug- mentation des engagements non liquides envers des organismes officiels	170	1.460	130	1.690	370	— 730
Balance sur la base des règle- ments entre autorités monétaires	— 3.400	1.620	— 570	1.510	420	260

* Révisions ultérieures: troisième trimestre, \$80 millions; quatrième trimestre, \$850 millions.

de grève, dans les industries du cuivre et de l'acier; le développement des importations a été provoqué, pour le reste, par la pression générale exercée par la demande. Une amélioration de \$440 millions du revenu net des investissements à l'étranger a compensé en partie la détérioration de la balance commerciale, mais l'excédent total au titre des échanges de biens et de services est revenu de \$3,5 milliards à \$800 millions. Malgré tout, la balance générale des paiements, qu'elle soit calculée sur la base des liquidités ou sur la base des règlements entre autorités monétaires, a enregistré un bien meilleur résultat en 1968 que les années précédentes, en raison de l'important revirement qui s'est produit après le premier trimestre dans les mouvements de capitaux.

L'amélioration de la balance des mouvements de capitaux s'explique par l'entrée en jeu de divers facteurs, affectant aussi bien les capitaux américains que les capitaux étrangers. En premier lieu, les mesures prises par les autorités américaines — renforcement, au début de 1968, des restrictions imposées aux sorties de capitaux, politique de resserrement monétaire — ont ramené les sorties nettes de capitaux de sociétés américaines de \$2,9 milliards en moyenne pendant les années 1966 et 1967 à environ \$380 millions en 1968. Le quatrième trimestre a été marqué par un transfert, vers les Etats-Unis, d'un montant particulièrement important (\$550 millions) de fonds appartenant à des entreprises. Les investissements directs à l'étranger n'ont que légèrement fléchi, mais une part beaucoup plus large a été financée par l'emprunt à l'étranger, notamment sur le marché des Euro-obligations. Les ventes à l'étranger d'obligations de sociétés privées américaines sont passées de \$450 millions environ en 1967 à \$2,2 milliards en 1968. En outre, le montant brut des avoirs à l'étranger des banques et des maisons de courtage des Etats-Unis a accusé une diminution de \$360 millions, contre une augmentation de \$540 millions en 1967, marquant ainsi, d'une année sur l'autre, un écart de \$900 millions.

En second lieu, les achats de valeurs américaines à revenu variable par des non-résidents se sont fortement amplifiés, passant de \$800 millions en 1967 à \$1.950 millions en 1968. Selon toute vraisemblance, une telle progression reflétait, en partie, l'attrait exercé par ces valeurs dans une période d'intense activité, mais elle s'expliquait également, dans une large mesure, par l'incertitude politique provoquée par la situation qui régnait en France et en Tchécoslovaquie.

Au total, la balance des mouvements de capitaux privés (à l'exclusion des variations des engagements liquides) s'est améliorée de \$4,6 milliards, pour faire apparaître une entrée de fonds de \$1 milliard en 1968. En outre, les sorties de ressources au titre des dons et prêts à long terme de l'Etat ont fléchi de \$235 millions. Ces gains l'ont emporté largement sur la détérioration de la balance des

biens et services, de sorte que le déficit à couvrir par d'autres mouvements monétaires officiels ou privés, est tombé de \$4,2 milliards à \$2,2 milliards. Toutefois, les avoirs en dollars des non-résidents autres que des organismes officiels se sont accrus de \$3,8 milliards, en raison, essentiellement, des emprunts en Euro-dollars effectués par les banques américaines; en conséquence, la balance des paiements, établie sur la base des règlements officiels, a fait ressortir un excédent légèrement supérieur à \$1,6 milliard.

De même, sur la base de la liquidité, la situation des paiements a dégagé un faible excédent statistique, en dépit de l'importante augmentation des engagements liquides à l'égard des non-résidents du secteur privé, car un montant de \$2,4 milliards d'engagements liquides envers des autorités monétaires étrangères a été converti en instruments non liquides.

Pendant le premier trimestre de 1969, la balance des paiements, calculée sur la base de la liquidité, est redevenue fortement déficitaire. La balance des opérations courantes s'est quelque peu détériorée, par suite des répercussions défavorables exercées sur la balance commerciale par la grève des dockers aux Etats-Unis. En outre, les entrées temporaires de capitaux auxquelles on a assisté, à la fin de 1968, à l'initiative de sociétés américaines, ont fait place à un mouvement important en sens opposé, et le volume des achats de titres non négociables du gouvernement des Etats-Unis par des autorités étrangères a été beaucoup plus réduit qu'auparavant. En conséquence, bien que les sociétés américaines aient encore procédé à l'émission, à concurrence de \$500 millions, d'emprunts obligataires sur les marchés étrangers et que le courant d'achats de valeurs mobilières américaines à revenu variable se soit poursuivi, la balance des paiements, calculée sur la base de la liquidité, a enregistré un déficit de \$1,8 milliard. En revanche, la balance calculée sur la base des règlements officiels s'est soldée par un excédent de \$1,1 milliard, essentiellement provoqué par un nouveau gonflement de \$3 milliards du volume des engagements des établissements de crédit des Etats-Unis à l'égard de leurs succursales à l'étranger.

On voit par conséquent que la position fondamentale des Etats-Unis à l'égard de l'étranger s'est détériorée l'an dernier. Cette dégradation s'est trouvée temporairement compensée par d'importants transferts au titre des mouvements de capitaux, mais ce résultat est imputable à des circonstances exceptionnelles qui, selon toute vraisemblance, ne se reproduiront pas cette année. Les taux d'intérêt à court terme, en Europe, ont suivi un mouvement ascendant pendant les premiers mois de 1969, et plusieurs pays du continent ont pris des mesures pour arrêter ou pour renverser le courant de sorties de fonds liquides au profit du marché de l'Euro-dollar. En même temps, la situation s'est tendue sur les marchés européens des emprunts obligataires et, en avril, un certain nombre

d'émissions lancées par des sociétés ont été accueillies sans empressement, ou ont même été différées. Il ne fait aucun doute que la situation de la balance commerciale bénéficierait d'un ralentissement de l'activité économique aux Etats-Unis, encore qu'il soit difficile de prévoir l'importance de ce bénéfice, car l'inflation, qui a sévi au cours de ces dernières années, a réduit l'avantage que possédait l'industrie américaine en matière de prix sur d'autres grandes nations telles que l'Allemagne fédérale, le Japon et l'Italie. On conçoit dès lors que les milieux officiels des Etats-Unis ne se soient pas montrés particulièrement optimistes quant à l'évolution future de la balance des paiements.

Création de réserves au sein du système monétaire international.

A côté des déséquilibres des quatre pays étudiés précédemment, deux pays — le Japon et l'Italie — ont enregistré des excédents très confortables en 1968. Le surplus du Japon (\$1 milliard), qui fait suite à un déficit en 1967, revêt essentiellement un caractère cyclique. L'excédent de l'Italie est, en revanche, de nature plus permanente; malgré le renforcement de la balance des transactions courantes en 1968, l'excédent de la balance générale des paiements fut maintenu à un niveau légèrement inférieur à \$600 millions, du fait d'exportations massives de capitaux portant sur plus de \$2 milliards.

En plus des problèmes d'ajustement soulevés par l'existence d'importants déficits et excédents, le système monétaire se ressent, depuis plusieurs années, de l'insuffisance de la croissance autonome des réserves globales. A cet égard, l'année écoulée se présente, toutefois, sous un jour nettement moins défavorable que 1967, même si l'examen des statistiques sur les réserves globales ne fait pas ressortir clairement cette amélioration.

La ligne de démarcation se situe au mois de mars 1968, lorsque le prix de l'or a été libéré sur le marché; un contraste apparaît ainsi entre les deux périodes: avril 1967–mars 1968 d'une part, et avril 1968–mars 1969 d'autre part. La cause de l'amélioration fondamentale, intervenue d'une période à l'autre, réside dans le fait que les pertes considérables d'or enregistrées durant la première période au profit du marché ont cessé au cours de la seconde. Il ressort du tableau ci-après que les réserves de métal des différents pays ont en réalité progressé de \$1,1 milliard en 1968–69, alors qu'elles avaient accusé une baisse de \$2,6 milliards en 1967–68. Cependant, du point de vue des conditions de fonctionnement du système monétaire international, l'augmentation des encaisses-or, au cours des douze derniers mois, ne se présente pas sous un jour aussi favorable qu'on pourrait bien le croire;

l'amélioration constatée résulte, en effet, à concurrence de \$360 millions, de transferts de métal en provenance d'organismes internationaux (F.M.I. principalement), vers les encaisses des banques centrales. En outre, à concurrence de \$625 millions, le solde correspond à une simple accumulation d'or dans les réserves de l'Afrique du Sud par prélèvement direct sur la production courante de ce pays; il ne constitue donc pas vraiment un renforcement actif des encaisses du système monétaire. En 1967-68, les transferts d'or par des organismes internationaux au profit des encaisses des banques centrales avaient représenté la contre-valeur de \$290 millions; malgré l'écoulement sur le marché de la presque totalité de la production d'or neuf sud-africain, le stock d'or monétaire du système avait fléchi de près de \$2,9 milliards.

Variations des réserves monétaires globales (1966-69).

Périodes et zones	Encaisses-or	Avoirs en devises	Positions créditrices envers le F.M.I.	Total
	en millions de dollars E.U.			
Ensemble des pays				
Avril 1966 - mars 1967	- 480	+ 1.100	+ 330	+ 950
Avril 1967 - mars 1968	- 2.595	+ 5.065	- 530	+ 1.940
Avril 1968 - mars 1969	+ 1.130*	+ 55*	+ 400	+ 1.585
Groupe des Dix				
Avril 1966 - mars 1967	- 570	+ 15	+ 390	- 165
Avril 1967 - mars 1968	- 3.390	+ 4.355	- 660	+ 305
Avril 1968 - mars 1969	- 60	- 645	+ 205	- 500
Autres pays industrialisés				
Avril 1966 - mars 1967	+ 85	- 40	- 120	- 75
Avril 1967 - mars 1968	+ 275	+ 150	+ 80	+ 505
Avril 1968 - mars 1969	+ 870	+ 245	+ 110	+ 1.225
Pays en voie de développement				
Avril 1966 - mars 1967	+ 5	+ 1.125	+ 60	+ 1.190
Avril 1967 - mars 1968	+ 520	+ 560	+ 50	+ 1.130
Avril 1968 - mars 1969	+ 320*	+ 455*	+ 85	+ 860
Groupe des Dix (non compris les Etats-Unis et le Royaume-Uni)				
Avril 1966 - mars 1967	+ 345	+ 215	+ 760	+ 1.320
Avril 1967 - mars 1968	- 725	+ 2.275	- 780	+ 770
Avril 1968 - mars 1969	- 175	- 1.265	- 640	- 2.080
Royaume-Uni				
Avril 1966 - mars 1967	- 360	+ 45	-	- 315
Avril 1967 - mars 1968	- 185	- 350	-	- 535
Avril 1968 - mars 1969	- 15	- 235	-	- 250
Etats-Unis				
Avril 1966 - mars 1967	- 555	- 245	- 370	- 1.170
Avril 1967 - mars 1968	- 2.480	+ 2.430	+ 120	+ 70
Avril 1968 - mars 1969	+ 130	+ 855	+ 845	+ 1.830

* Derniers chiffres publiés.

Les gains de réserves enregistrés par le système monétaire, à la suite de ce changement dans la situation des encaisses officielles entre les deux années considérées peuvent être envisagés comme suit: le fléchissement, en 1967-68, du montant total des réserves métalliques entraînait nécessairement, pour l'ensemble des pays, un déficit correspondant des balances des paiements, sur la base des transactions entre autorités monétaires; en 1968-69, les encaisses officielles se sont inscrites en légère hausse: les déficits de la balance des paiements, sur la base des transactions officielles, enregistrés par certains pays, ont donc été plus que compensés par les excédents dégagés par d'autres nations. Il est impossible de connaître les pays qui ont absorbé le déficit net du système en 1967-68, et ceux qui ont bénéficié de l'amélioration au cours de la période récente, et cela pour plusieurs raisons: absence de renseignements chiffrés, qu'il s'agisse de la répartition, entre les divers pays, des achats d'or effectués par les particuliers à des fins spéculatives, ou des méthodes utilisées pour le financement de ces achats; interférence en tout état de cause entre les achats d'or et les incidences qu'ont eues d'autres facteurs sur les balances des paiements. Si l'on s'en tient uniquement aux répercussions directes du fléchissement net de l'or monétaire en 1967-68, les pays dont les ressortissants ont acheté du métal au moyen de ressources nationales ont encouru un élément de déficit. Ni le Royaume-Uni, ni les Etats-Unis n'ont dû être affectés à cet égard, puisque l'achat d'or est interdit dans ces deux pays.

La situation des comptes extérieurs des Etats-Unis et du Royaume-Uni s'est ressentie, sous d'autres formes, de la spéculation sur l'or. Dans le cas des Etats-Unis, le courant d'achats d'or de caractère spéculatif a entamé la confiance dans le dollar, d'où un mouvement considérable de conversions de balances dollars détenues par l'étranger, principalement en or, mais également, dans une certaine mesure, en d'autres monnaies. Il semble certain, en outre, que les phénomènes de décalage dans les paiements, ainsi que les entrées de capitaux étrangers, ont joué, pendant un certain temps, dans un sens défavorable pour les Etats-Unis. Aussi, la vague d'achats d'or s'est-elle traduite par une aggravation de la situation de la balance des paiements et par un gonflement des besoins de financement des autorités américaines; l'absence de tensions, à partir de mars 1968, a certainement contribué de façon décisive à la réapparition d'un excédent des paiements (sur la base des règlements officiels), bien qu'elle n'en ait pas été une cause directe.

Des facteurs identiques, avec une incidence toutefois sensiblement accrue, sont entrés en jeu dans le cas du Royaume-Uni. Dans le monde entier, les détenteurs de sterling ont, de toute évidence, effectué des achats massifs d'or et la confiance dans la nouvelle parité de la livre pouvait difficilement être rétablie

après novembre 1967, du fait de l'agitation qui régnait sur le marché de l'or. Les autorités ont dû, pendant les mois de spéculation massive sur l'or, faire face à des besoins très étendus de financement.

Ces facteurs permettent de mieux comprendre les fluctuations paradoxales qui, comme on peut le voir sur le tableau, se sont produites dans les réserves globales, au cours des deux dernières périodes annuelles et, notamment, dans les réserves des pays du Groupe des Dix. Bien que le système monétaire ait subi des pertes d'or en 1967-68 et accru ses réserves métalliques en 1968-69, les réserves globales ont augmenté davantage pendant la première des deux périodes considérées. La raison en est que, pendant celle-ci, les avoirs en devises ont enregistré, au total, une expansion extraordinaire (plus de \$5 milliards), alors qu'en 1968-69 leur progression a été négligeable.

Le tableau ci-dessous indiquant les origines des variations des réserves globales fait apparaître que l'extraordinaire croissance de la composante devises en 1967-68 est entièrement attribuable à un gonflement de \$8,2 milliards des réserves en monnaies étrangères ayant leur origine dans des transactions spéciales. Cette création d'un énorme montant de réserves était liée aux besoins officiels de financement du Royaume-Uni et des Etats-Unis; deux mécanismes principaux sont intervenus: le recours aux facilités de crédit de banque centrale à banque centrale à concurrence d'environ \$7 milliards, et de nouvelles émissions de «bons Roosa» à raison de \$755 millions. Le chiffre de \$7 milliards, qui est la traduction statistique

Origines des variations des réserves globales.

Postes	Avril 1966- mars 1967	Avril 1967- mars 1968	Avril 1968- mars 1969
	en millions de dollars E.U.		
Variation des réserves globales	+ 950	+ 1.940	+ 1.585
Or	- 480	- 2.595	+ 1.130
Positions créditrices envers le Fonds Monétaire International ayant leur origine:	+ 330	- 530	+ 400
- dans des souscriptions en or	+ 365	+ 55	+ 25
- dans des tirages d'Etats membres à l'inté- rieur des tranches de crédit	- 35	- 585	+ 375
Avoirs en devises ayant leur origine dans des tran- sactions spéciales:	- 245	+ 8.245	+ 2.140
Valeurs non négociables du Trésor des Etats- Unis	- 345	+ 755	+ 1.590
Facilités de banque centrale à banque centrale (estimations)	+ 100	+ 7.000	+ 550
Portefeuille de valeurs américaines apparte- nant au Trésor britannique	-	+ 490	-
Autres avoirs en devises étrangères (poste résiduel)	+ 1.345	- 3.180	- 2.085

de l'effet exercé sur les réserves par le recours aux facilités de crédit entre banques centrales, reflète principalement l'aide à court terme obtenue par la Banque d'Angleterre auprès d'autres autorités monétaires, tant pendant les mois qui ont précédé la dévaluation que pendant la crise de l'or qui lui a succédé. Il reflète également les tirages assez importants effectués par la Federal Reserve sur son réseau de swaps pendant la crise qui a secoué le marché de l'or en 1967-68. A propos de ce chiffre de \$7 milliards, il convient de se rappeler que l'aide dont le Royaume-Uni a bénéficié de la part des Etats-Unis a eu, du point de vue statistique, un double effet sur les réserves, puisque l'on inclut dans ces réserves à la fois les montants en dollars reçus par le Royaume-Uni et les montants en livres reçus en contrepartie par les Etats-Unis.

Pendant la période annuelle suivante, c'est-à-dire 1968-69, les réserves globales de devises n'ont pratiquement pas varié; celles du Groupe des Dix ont même quelque peu fléchi (de \$645 millions). Les déséquilibres des paiements au titre des transactions entre autorités au sein du Groupe des Dix n'ont pas été moindres que pendant les douze mois précédents — en fait, la somme des excédents entre autorités monétaires a accusé une vive progression, de \$1,4 milliard à \$5,7 milliards, tandis que celle des déficits entre ces mêmes autorités a légèrement augmenté, passant de \$5,9 milliards à \$6,1 milliards. Le financement des déséquilibres a présenté, toutefois, des différences assez importantes avec celui de l'année précédente. On peut voir, en effet, que la création globale de réserves par voie de transactions spéciales a été légèrement supérieure à \$2 milliards — soit \$500 millions par l'intermédiaire des facilités de crédit entre banques centrales et \$1,6 milliard par les émissions de nouveaux bons Roosa. Les deux principaux pays déficitaires, la France et le Royaume-Uni, ont financé une grande partie de leur déficit sans recourir aux transactions spéciales, soit par prélèvement sur leurs réserves, soit par emprunt au F.M.I. Le principal pays excédentaire, les Etats-Unis, a sensiblement réduit ses recours au réseau de swaps de la Federal Reserve mais, dans le même temps, le montant des émissions de bons Roosa a approximativement doublé. Ces bons ont servi principalement à financer l'excédent enregistré par le Canada, au titre des règlements entre autorités monétaires, à partir du printemps de 1968, mais ils ont également été utilisés à l'occasion de l'accord intervenu entre les Etats-Unis et l'Allemagne fédérale au sujet de la compensation des frais de stationnement des troupes américaines dans ce dernier pays.

Les deux périodes considérées n'ont été, ni l'une ni l'autre, particulièrement marquantes en ce qui concerne la stabilité du système monétaire international. La plus troublée des deux a certainement été la période 1967-68, qui a connu la dévaluation de la livre sterling, la vague de spéculation sur l'or et la suppression des limites de fluctuation des prix sur le marché du métal, le

tout en l'espace de quelques mois. Aussi, le fait que les réserves globales ont plus fortement progressé en 1967-68 ne peut-il être considéré comme un signe favorable; c'est même justement à cause des perturbations survenues pendant ces douze mois que les transactions spéciales ont été d'une envergure telle que les réserves globales ont gagné \$2 milliards, malgré les pertes d'or subies par le système. Ainsi, l'accroissement des réserves, en l'absence d'un mécanisme autonome propre à l'assurer, a dépendu de perturbations monétaires. En outre, il est douteux que les avoirs ainsi créés sous la pression des circonstances puissent être simplement considérés comme s'ajoutant au stock global de réserves, sans tenir compte des endettements correspondants. Les pays créanciers, en tout cas, ne sont pas enclins à ignorer ce fait.

II. MONNAIE, CRÉDIT ET MARCHÉS DES CAPITAUX.

En 1968, l'évolution de la situation monétaire en Amérique du Nord et au Royaume-Uni a présenté des contrastes frappants avec celle des pays occidentaux du continent européen. L'inflation s'est installée aux Etats-Unis et s'est accompagnée d'une importante demande de crédit et d'une vive hausse des taux d'intérêt. A partir de la fin de 1968, avec le resserrement progressif de la politique monétaire, les taux sont parvenus à des sommets pour l'histoire monétaire des Etats-Unis. Au Canada et au Royaume-Uni également, ils ont atteint des niveaux exceptionnels; leur hausse s'explique en partie par le souci de défendre la position externe, mais aussi par les restrictions imposées au crédit en vue de combattre l'inflation des prix intérieurs.

Au contraire, dans la plupart des pays continentaux d'Europe occidentale, la politique d'aisance monétaire relative du début de 1967 a été maintenue jusque vers la fin de 1968, pour soutenir l'expansion économique. Dans certains pays à balance des paiements excédentaire, on s'efforçait en outre de susciter, pour compenser cet excédent, un mouvement de sortie de capitaux.

Depuis les derniers mois de 1968, on assiste, sur le continent européen, à une évolution de la situation de l'économie et à un changement d'orientation de la politique économique. Dans divers pays, les autorités ont constaté, souvent assez soudainement, que la capacité productive était presque utilisée au maximum, et elles ont pris des mesures de resserrement du crédit compatibles avec les nécessités tant intérieures qu'extérieures. Mais, nombre d'entre eux sont allés, de même que d'autres pays, au-delà de ces préoccupations; en effet, l'attrait puissant exercé par l'étranger sur les capitaux a fait craindre de plus en plus que ce mouvement n'entraîne des pertes continuelles de réserves monétaires officielles. Pour empêcher ces sorties de capitaux de prendre trop d'ampleur, les autorités ont pris certaines mesures de caractère sélectif, encore qu'il y ait des limites aux possibilités d'action dans ce domaine. Par ailleurs, tolérer que les sorties de fonds fassent monter les taux d'intérêt sur le marché national au-delà d'un certain niveau comporte le risque de freiner l'expansion de l'économie nationale et d'empêcher la balance des paiements courants de réaliser l'ajustement des comptes extérieurs.

Le présent chapitre traite en premier lieu des mouvements récents des taux d'intérêt, considérés dans l'optique des variations des flux financiers. Il analyse ensuite l'évolution économique et financière dans divers pays — y compris ceux de l'Europe de l'Est — qui n'ont pas été traités au Chapitre I.

Inflation et taux d'intérêt.

Après l'assouplissement général des restrictions de crédit à la fin de 1966, les taux d'intérêt, de part et d'autre de l'Atlantique, ont suivi un mouvement parallèle vers la baisse, jusqu'au début du printemps de 1967. Par la suite, cependant, une divergence frappante est apparue dans leur évolution, ainsi qu'on peut le voir dans le tableau ci-après. Pendant deux ans, jusqu'en mars 1969, les rendements nominaux des obligations d'Etat à long terme ont enregistré une forte hausse aux Etats-Unis, au Canada, au Royaume-Uni et au Japon. Sur le continent européen, en revanche, les rendements ont fléchi en Allemagne fédérale et en Suisse, et n'ont guère varié dans les autres pays, sauf en France, où ils ont fortement monté, ainsi qu'aux Pays-Bas et en Suède, où leur hausse a été plus modérée.

Sur le plan de l'harmonisation internationale, cette évolution a contribué à combler pratiquement l'écart existant depuis longtemps entre les rendements obtenus aux Etats-Unis et les rendements moyens atteints sur le continent européen. En outre, les taux pratiqués au Royaume-Uni ont largement dépassé ceux en vigueur sur le continent, tandis qu'ils atteignaient également un niveau relativement élevé au Canada. Dans ces trois pays, la hausse a été liée en grande partie à la persistance ou à l'intensification des pressions inflationnistes internes. Au Royaume-Uni et aux Etats-Unis, par conséquent, toutes les améliorations de la balance des mouvements de capitaux qui en ont résulté n'ont servi qu'à atténuer

Variations comparées des rendements des obligations
et des prix intérieurs.

Pays	Rendement des obligations d'Etat à long terme				Augmentation annuelle des prix à la consommation jusqu'à		
	Mars 1967	Mars 1968	Mars 1969	Variation entre mars 1967 et mars 1969	Mars 1967	Mars 1968	Mars 1969
	en pourcentages			écart	en pourcentages		
Royaume-Uni	6,5	7,3	8,8	+ 2,3	3,5	3,4	6,3
France	6,1	6,4	7,9	+ 1,8	2,8	3,6	6,0
Canada	5,5	6,9	7,2	+ 1,7	3,2	4,3	4,4
Etats-Unis	4,4	5,4	6,0	+ 1,6	2,7	3,9	5,1
Japon	7,6	8,7	8,9	+ 1,3	4,0	5,3	3,9
Pays-Bas	6,0	6,5	7,0	+ 1,0	2,9	3,9	7,9
Suède	5,9	6,3	6,7	+ 0,8	4,7	2,1	1,9
Danemark	8,1	8,5	8,4	+ 0,3	4,3	10,5	4,3*
Autriche	7,1	7,9	7,4	+ 0,3	4,5	3,1	2,6
Italie	5,3	5,7	5,6	+ 0,3	1,9	1,7	1,7
Belgique	6,8	6,5	6,8	—	2,9	2,9	3,6
Suisse	5,2	4,7	4,8	— 0,4	3,8	3,4	2,5
Allemagne fédérale . .	7,2	6,7	6,4	— 0,8	2,2	1,5	2,3

* Février

la faiblesse de la position des paiements courants. On ne peut donc vraiment parler de processus d'ajustement de la balance des paiements, il s'agit plutôt d'un mouvement compensatoire. Au Japon et, à un moindre degré, au Canada, les entrées de capitaux étaient devenues moins nécessaires par suite d'un renforcement, en 1968, de la situation des paiements courants. Dans ces conditions, un niveau élevé des taux d'intérêt à long terme ne pouvait se justifier entièrement par des raisons d'ordre extérieur.

De même, l'évolution des taux d'intérêt dans la plupart des pays du continent européen a essentiellement reflété l'absence relative de pressions inflationnistes pendant une phase de reprise et au début de l'expansion. Par conséquent, du point de vue international, on ne peut affirmer sans réserve qu'un meilleur équilibre fondamental des taux d'intérêt ait été atteint au cours des deux dernières années. Cette amélioration apparaîtra seulement lorsque la demande globale sera revenue à des niveaux plus normaux et que des mesures seront prises pour atteindre des objectifs à plus long terme en matière de balance des paiements courants, ce qui constitue un autre problème.

Épargne, investissement et taux d'intérêt.

Pour distinguer les divers facteurs qui ont influé sur le comportement récent des taux d'intérêt, il est utile de considérer d'abord les tendances générales de l'épargne et de l'investissement. L'expérience semble indiquer qu'on peut normalement s'attendre à voir les taux d'intérêt à long terme évoluer en liaison assez étroite avec le taux de formation intérieure de capital fixe. Cela tient au fait que les facteurs qui stimulent l'épargne sont ordinairement plus stables que ceux qui concernent l'investissement. Toutefois, il n'en est pas toujours ainsi, car les modifications des composantes de l'épargne, qu'elles soient autonomes ou dues à d'importantes variations de la demande externe, peuvent exercer une influence réelle sur les taux d'intérêt. Ces derniers sont influencés par l'évolution des prévisions concernant la demande, les prix et la politique économique.

Aux États-Unis, par exemple, comme on peut le voir nettement d'après le graphique de la page suivante, la forte hausse des rendements à long terme de 1966 à 1968 n'est pas essentiellement imputable à l'importance de l'investissement en capital fixe. Au contraire, les taux élevés ont contribué, principalement en agissant comme un frein sur les dépenses consacrées au logement, à réduire l'investissement fixe par rapport au produit national brut. Le comportement des taux a été surtout influencé par l'épargne. Il est très important de constater que le budget du

gouvernement fédéral, calculé selon les données de la comptabilité nationale, est passé d'une position excédentaire de \$1,2 milliard en 1965 à une position déficitaire de \$11,4 milliards (taux annuel) pendant la période de dix-huit mois se terminant fin juin 1968. Après cette date, la position du budget s'est, il est vrai, notablement améliorée, mais les taux d'intérêt ont continué à monter. Toutefois, au cours de cette période, les investissements en installations et biens d'équipement avaient commencé à s'accélérer, en partie du fait de la hausse des prix de revient et de la psychose d'inflation.

Au Canada, le taux d'investissement fixe a fléchi sensiblement entre 1966 et 1968; l'épargne nationale brute a marqué un recul moins accentué, et la balance des paiements courants s'est améliorée. Cependant, les taux d'intérêt à long terme ont continué leur progression. Ceci s'explique surtout par les liens étroits existant avec les marchés des Etats-Unis et par une extension analogue des perspectives d'inflation.

Au Royaume-Uni, le taux d'investissement fixe a suivi une courbe progressivement ascendante depuis les alentours de 1955 jusqu'en 1967 environ. Bien que cette évolution soit due, en partie, à la politique délibérément suivie par les autorités, celles-ci ont moins bien réussi dans leurs efforts pour susciter l'épargne nécessaire au financement d'investissements accrus. A partir de 1964 environ, l'investissement du secteur public a dépassé de plus en plus l'épargne propre de ce secteur, ce qui a eu pour effet d'accroître les pressions exercées sur les marchés financiers. En outre, dans le secteur privé, l'inflation des coûts de production a provoqué un fléchissement relatif des bénéfices des entreprises, en même temps qu'elle sapait leur capacité de concurrence sur le plan international. La dévaluation de 1967 a contribué à reconstituer les marges bénéficiaires, bien que de nouvelles hausses de salaires aient, en partie, annulé ses effets. L'évolution la plus encourageante, intervenue récemment, a été le renversement qui s'est opéré dans la situation du Trésor; ce dernier, précédemment emprunteur net pour un montant élevé, procède maintenant à des remboursements dépassant le volume des nouveaux emprunts. Certaines compressions ayant été opérées en 1968 dans les dépenses d'investissement fixe, tant dans le secteur public que dans le secteur privé, la nouvelle progression des rendements à long terme s'explique plutôt par la réaction de la politique monétaire à la pression persistante des salaires et à la nécessité de défendre la balance des paiements.

En Allemagne fédérale, en Italie et en Suisse, en revanche, le taux d'investissement fixe est resté très bas en 1968 en regard des niveaux couramment atteints antérieurement. En proportion du produit national brut, l'investissement brut en capital fixe a représenté en Italie 19,4%, contre un précédent record de 23,7%,

en Allemagne 23,1% contre 26,4% auparavant, et en Suisse 24,7%, contre 29,5%. Ces variations traduisent, en partie, un ralentissement d'activité dans la construction de logements, mais les dépenses des entreprises en installations et en équipement se sont développées à un rythme bien inférieur au taux d'accroissement mesuré sur une longue période. Dans ces trois pays, l'épargne nationale brute se maintient constamment depuis plusieurs années à un niveau élevé.

En Belgique et aux Pays-Bas, comme au Royaume-Uni, le taux d'investissement fixe a suivi pendant une dizaine d'années environ une courbe ascendante. Mais, en Belgique, si cette accélération s'est, au cours de certaines années, accompagnée de fortes hausses de prix, elle n'a pas vraiment eu d'effet très marqué sur les taux d'intérêt, du fait essentiellement que l'épargne s'est sensiblement accrue dans tous les secteurs — ménages, entreprises, secteur public. Aux Pays-Bas, à partir de 1963, le taux de formation de l'épargne n'a pas suivi la nouvelle accélération du rythme des investissements, et ce décalage s'est accompagné d'une détérioration de la balance des paiements courants. Cette évolution, ainsi que les hausses importantes de prix enregistrées chaque année, ont contribué à faire monter assez fortement les taux d'intérêt à long terme. Les influences externes ont cependant joué un rôle, comme ce fut le cas en Suisse, où les taux d'intérêt sont demeurés peu élevés en comparaison des niveaux couramment observés dans les autres pays.

En France, le rapport épargne/investissement s'est nettement amélioré grâce au lancement du programme de stabilisation en 1958, et les taux d'intérêt à long terme ont, ensuite, fléchi pendant plusieurs années. A partir de 1962, les autorités se sont efforcées, par l'adoption de politiques concertées (notamment celle de l'équilibre du budget de l'Etat), de développer l'épargne pour stimuler l'expansion de l'investissement. Ces efforts ont donné de meilleurs résultats sur le plan de l'épargne que sur celui de l'investissement, et ont contribué à maintenir une position extérieure solide et à ralentir la hausse des prix intérieurs. Le rythme des investissements fixes s'est accéléré, mais il a fallu que les investissements publics jouent un rôle relativement plus important à partir de 1965, l'industrie, dont la capacité d'auto-financement avait été entre-temps progressivement érodée, ayant tendance à freiner ses investissements. En même temps, les taux d'intérêt à long terme ont commencé à monter. Ce mouvement s'est poursuivi lorsque la situation des finances publiques s'est détériorée à partir de 1966. Les événements de 1968 ont assez nettement réduit l'épargne, tant privée que publique, malgré les mesures budgétaires prises pour la défendre, provoquant une hausse des taux d'intérêt et contraignant à opérer certaines compressions des investissements dans les deux secteurs.

Crédits bancaires et formation d'avoirs liquides.

Paradoxalement, l'expansion monétaire a été fort rapide l'an dernier, même dans les pays où les taux d'intérêt ont le plus monté. Cette situation se reflète dans le tableau ci-après, qui retrace l'évolution des disponibilités monétaires et quasi monétaires (essentiellement dépôts à terme et d'épargne) détenues par le système bancaire. Le volume de ces disponibilités s'est accru aux Etats-Unis de 9%, au Canada de 14,8% et au Royaume-Uni de 6,6%. Dans chaque cas, l'accroissement a été important, tant par rapport à l'expansion du produit national en termes réels (5%, 4,7% et 3% respectivement) que par rapport aux variations enregistrées dans le passé.

Dans les trois pays, les difficultés éprouvées pour limiter l'expansion monétaire s'expliquent, en grande partie, par l'importance considérable des nouveaux besoins de crédit du secteur public, amplifiés, dans le cas du Royaume-Uni et du Canada, par la mobilisation, par le public, de titres de la dette publique. Aux Etats-Unis, les emprunts du gouvernement fédéral sur le marché sont passés de \$6,3 milliards en 1966 à \$16,9 milliards en 1968. Au Canada, l'exercice budgétaire 1967-68 du gouvernement central s'est soldé par un déficit, et les gouvernements des provinces ont également recouru largement à l'emprunt. Au Royaume-Uni, les besoins nets d'emprunt du Trésor ont atteint en moyenne, pendant les années civiles 1964 à 1966, un montant annuel assez élevé (£520 millions), puis sont montés à £1.135 millions en 1967, pour retomber à £750 millions en 1968. Ainsi que le montre le tableau de la page suivante, l'expansion des crédits bancaires à l'ensemble du secteur public a été relativement importante dans les trois pays en question au cours des deux ou trois dernières années. Dans chaque cas, diverses mesures budgétaires ont amené, dès les premiers mois de 1969, un fléchissement marqué des besoins d'emprunt du gouvernement central.

Aux Etats-Unis, la forte accélération, en 1968, des prêts au secteur privé a traduit, en partie, les conditions d'une plus grande aisance monétaire que les autorités ont laissé se développer après la mise en application, à la fin de juin, des mesures fiscales restrictives. Toutefois, à partir de la fin de 1968, la politique monétaire a pris de nouveau un caractère progressivement restrictif et le rythme d'expansion du crédit s'est ralenti au début de 1969. Au Canada, la croissance toujours rapide des disponibilités monétaires et quasi monétaires, en 1968, a été liée en partie à la forte demande de crédit du secteur privé, mais également à un excédent de la balance des paiements. Les taux d'intérêt se sont inscrits en hausse, bien que l'aisance monétaire ait été assez grande pendant la majeure partie de l'année. Au Royaume-Uni, en revanche, l'important déficit extérieur et le plafonnement des crédits bancaires ont contribué l'un et l'autre à freiner l'expansion monétaire.

Système bancaire: Evolution de la situation monétaire.

Pays	Années	Variations annuelles des principaux éléments					Produit national brut, aux prix du marché	Monnaie et quasi-monnaie, ¹ en pourcentage du P.N.B.
		actif			passif			
		Avoirs à l'étranger	Crédit au secteur public	Crédit au secteur privé	Monnaie	Quasi-monnaie		
en milliards d'unités de monnaie nationale								
Allemagne fédérale .	1966	3,24	6,00	19,40	1,40	20,59	480,80	42,0
	1967	5,12	13,60	15,10	7,42	19,51	485,10	46,6
	1968	11,24	7,40	27,60	5,17	29,58	528,80	49,4
Autriche	1966	- 1,20	2,57	14,88	2,47	11,25	262,09	54,4
	1967	4,92	3,41	8,94	3,45	10,58	279,13	55,8
	1968	4,54	3,45	11,16	3,87	12,13	295,10	57,7
Belgique	1966	- 5,60	18,50	22,30	21,20	12,80	916,30	45,4
	1967	7,90	6,60	25,40	10,80	21,60	977,10	46,2
	1968	- 11,00	32,60	26,60	26,10	18,20	1.043,40	47,4
Danemark	1966	0,24	- 0,02	4,77	2,24	2,04	77,09	48,0
	1967	0,11	1,17	2,84	1,77	1,77	84,34	48,6
	1968	0,04	1,86	5,09	3,65	2,41	93,15	48,9
Espagne	1966	- 11,54	17,83	134,21	51,41	78,68	1.477,37	66,4
	1967	- 8,09	16,86	156,56	65,07	95,67	1.616,52	68,8
	1968	6,12	32,53	195,39	66,34	159,54	1.760,00	74,3
Finlande ²	1966	- 455	223	1.376	129	1.215	27.627	41,9
	1967	- 250	10	1.752	- 31	1.053	29.904	42,6
	1968	1.006	- 415	902	488	1.176	33.314	42,3
France	1966	1,83	0,99	15,09	13,52	5,38	531,90	38,9
	1967	1,24	4,32	22,79	8,86	16,66	572,10	39,9
	1968	- 15,87	4,40	32,58	16,51	9,62	624,70	40,9
Italie	1966	343	897	2.723	1.922	1.737	39.829	67,3
	1967	225	150	3.420	2.425	1.595	43.553	70,1
	1968	346	1.474	2.722	2.362	1.736	46.741	73,6
Norvège	1966	0,07	0,52	2,06	0,82	1,50	54,62	51,9
	1967	1,17	- 0,27	1,84	0,83	2,08	60,14	51,4
	1968	1,03	1,17	1,95	1,87	2,10	64,33	53,2
Pays-Bas	1966	- 0,27	1,17	1,09	1,20	0,61	74,81	34,2
	1967	0,31	0,49	2,57	1,16	2,33	82,27	34,8
	1968	- 0,31	1,37	2,37	2,16	1,93	90,46	36,1
Royaume-Uni ²	1966	125	441	112	528	-	37.942	33,9
	1967	- 258	1.259	456	1.497	-	39.710	34,6
	1968	- 1.075	1.384	723	963	-	42.424	35,3
Suède	1966	0,57	1,26	2,69	1,22	1,64	113,46	33,7
	1967	- 0,16	1,21	4,92	1,30	3,67	121,95	34,7
	1968	- 0,07	0,60	5,26	2,30	4,55	130,17	37,3
Suisse	1966	0,43 ³	0,79	4,70	1,11	4,36	64,63	128,6
	1967	0,66 ³	0,80	6,23	2,26	6,25	68,94	130,9
	1968	2,55 ³	0,95	8,10	4,08	8,66	73,16	138,4
Etats-Unis	1966	- 0,60	2,70	17,00	5,50	11,20	747,60	42,4
	1967	- 0,10	24,30	16,40	13,30	22,00	789,70	43,7
	1968	0,90	13,80	30,40	11,90	20,60	860,60	43,3
Canada	1966	- 0,34	0,65	0,75	0,71	0,53	58,10	34,6
	1967	0,01	1,28	2,08	1,59	1,51	62,11	36,6
	1968	0,33	0,75	2,06	1,64	1,86	67,37	38,2
Japon	1966	123	837	4.542	1.429	2.699	35.131	77,6
	1967	- 214	882	5.154	1.653	2.923	41.563	75,8
	1968	403	759	5.094	1.786	3.270	48.877	74,2

¹ Moyennes annuelles (sur la base de données trimestrielles).

² En millions d'unités de monnaie nationale.

³ Banque Nationale seulement.

Source : F.M.I., *International Financial Statistics*. Pour l'Espagne, statistiques nationales.

Dans tous les pays continentaux d'Europe de l'Ouest, les disponibilités monétaires et quasi monétaires se sont accrues en 1968 à un rythme au moins aussi élevé, sinon plus qu'en 1967. Dans la plupart des cas, les taux de progression se sont échelonnés entre 10 et 15% et ont, en général, nettement dépassé le taux de croissance du produit national brut en termes réels. Toutefois, ces augmentations se sont produites à un moment où l'économie n'utilisait pas encore pleinement ses ressources, et la hausse des prix a été modérée.

En 1968, dans la plupart des pays du continent européen, la politique budgétaire et celle de la gestion de la dette publique ont eu, sur le plan monétaire, un effet expansionniste assez marqué, qui apparaît essentiellement dans le tableau ci-contre à la rubrique «Crédit au secteur public»; cet effet a été souvent plus marqué qu'en 1967. Mais, contrairement à ce qui s'est passé aux Etats-Unis, au Canada et au Royaume-Uni, ces politiques ont fourni à la demande un stimulant supplémentaire, à une époque où le problème de l'inflation n'avait pas encore revêtu toute son acuité. Les budgets des gouvernements centraux pour 1969 sont, toutefois, généralement plus modérés et comportent une certaine dose de restriction.

En Italie, les besoins de financement de l'Etat se sont sensiblement accrues l'an dernier, et leur couverture a été assurée en grande partie par le système bancaire. Comme l'excédent de la balance des paiements a contribué à la création d'éléments d'actif liquides, le financement monétaire du Trésor a servi avant tout à compenser les effets d'un affaiblissement de la demande de crédit du secteur privé. En Belgique, en revanche, où la demande de crédit du secteur privé a continué de croître, les besoins financiers du Trésor ont augmenté et son financement monétaire s'est accru encore plus, car il a servi à compenser l'effet de contraction des liquidités résultant d'un déficit de la balance des paiements. En France, où l'augmentation du déficit extérieur pris a un caractère beaucoup plus accentué, l'accroissement constant des disponibilités monétaires et quasi monétaires a été, en partie, le résultat du déficit budgétaire et du financement monétaire du Trésor; il s'explique bien davantage par la forte accélération du crédit au secteur privé.

Aux Pays-Bas, où le déficit extérieur a été peu élevé en 1968, la cause essentielle de l'accélération constatée dans la formation de moyens liquides a résidé dans un plus large financement monétaire du déficit budgétaire. Il en a été de même en Norvège, mais, dans ce cas, on se trouvait en présence d'un excédent extérieur de même ampleur qu'en 1967. Au Danemark et en Espagne, où la monnaie avait été dévaluée en novembre 1967, l'accélération de la formation d'actifs liquides a été prononcée, s'accompagnant d'un mouvement semblable dans le domaine du crédit, tant au secteur public qu'au secteur privé. Cette évolution peut contribuer à expliquer pourquoi ces pays ne sont pas parvenus à une

amélioration plus poussée de leurs comptes extérieurs en 1968. En Finlande, où la monnaie a aussi été dévaluée, la masse monétaire et quasi monétaire s'est également accrue plus rapidement, mais ce mouvement est allé de pair avec un ralentissement marqué de l'expansion du crédit accordé à l'économie interne, tant au secteur public qu'au secteur privé, et avec une amélioration considérable de la balance des paiements.

Dans certains pays (Allemagne fédérale, Japon, Suède, Suisse et Autriche), l'importance relative du financement monétaire par le secteur public a diminué en 1968. Toutefois, cette évolution n'a pas été, semble-t-il, inopportune dans l'ensemble, étant donné l'importance de la création de liquidités par l'intermédiaire d'autres secteurs. En Allemagne, au Japon et en Suisse, par exemple, le volume

Modifications des taux d'escompte officiels depuis 1966.

Pays et date de modification	Taux d'es-compte officiel	Pays et date de modification	Taux d'es-compte officiel	Pays et date de modification	Taux d'es-compte officiel
	en %		en %		en %
Allemagne fédérale		Danemark		Pays-Bas	
13 août 1965	4	11 juin 1964	6½	4 juin 1964	4½
27 mai 1966	5	19 décembre 1967	7½	2 mai 1966	5
6 janvier 1967	4½	19 mars 1968	7	15 mars 1967	4½
17 février 1967	4	13 juin 1968	6½	20 décembre 1968	5
14 avril 1967	3½	29 août 1968	6	9 avril 1969	5½
12 mai 1967	3	31 mars 1969	7		
18 avril 1969	4	12 mai 1969	9		
Autriche		Espagne		Royaume-Uni	
27 juin 1963	4½	9 juin 1961	5	3 juin 1965	6
18 avril 1967	4¼	27 novembre 1967	5¼	14 juillet 1966	7
26 octobre 1967	3¾			26 janvier 1967	6½
Belgique		Etats-Unis		16 mars 1967	6
2 juin 1966	4¾	6 décembre 1965	4½	4 mai 1967	5½
2 février 1967	5¼	7 avril 1967	4	19 octobre 1967	6
23 mars 1967	5	20 novembre 1967	4½	9 novembre 1969	6½
11 mai 1967	4¾	22 mars 1968	5	20 novembre 1967	8
14 septembre 1967	4½	19 avril 1968	5½	21 mars 1968	7½
26 octobre 1967	4¼	30 août 1968	5¼	19 septembre 1968	7
7 mars 1968	4	18 décembre 1968	5½	27 février 1969	8
19 décembre 1968	3¾	4 avril 1969	6		
6 mars 1969	4½			Suède	
10 avril 1969	5	France		9 avril 1965	5½
29 mai 1969	5½	8 avril 1965	3½	10 juin 1966	6
Canada		3 juillet 1968	5	3 février 1967	5½
6 décembre 1965	4¼	13 novembre 1968	6	10 mars 1967	5
14 mars 1966	5¼			15 décembre 1967	6
30 janvier 1967	5	Grèce		9 février 1968	5½
7 avril 1967	4½	17 janvier 1963	5½	11 octobre 1968	5
27 septembre 1967	5	25 juillet 1967	4½	28 février 1969	6
20 novembre 1967	6	25 juin 1968	5		
22 janvier 1968	7			Suisse	
15 mars 1968	7½	Japon		3 juillet 1964	2½
2 juillet 1968	7	26 juin 1965	5,475	6 juillet 1966	3½
29 juillet 1968	6½	1er septembre 1967	5,84	10 juillet 1967	3
3 septembre 1968	6	6 janvier 1968	6,205		
18 décembre 1968	6½	7 août 1968	5,84		
3 mars 1969	7				

des liquidités créées en contrepartie de l'excédent des comptes extérieurs a été bien plus considérable qu'en 1967 et, en Autriche, il a été presque aussi important. En outre, la demande de crédit du secteur privé s'est vivement accélérée en Allemagne et dans une certaine mesure, en Autriche, tandis qu'au Japon et en Suisse, son expansion a été à peu près aussi forte que précédemment.

Sur le continent européen, la politique monétaire est généralement restée libérale en 1968, pour la deuxième année de suite. La France, pendant une partie de l'année, a fait exception à cette règle: le taux officiel d'escompte a en effet été relevé de 3½ à 5% en juillet, puis à 6% en novembre et, à la même époque, des mesures d'encadrement du crédit ont été décidées. A cette exception près, les taux d'escompte sont restés au niveau relativement bas où ils avaient été ramenés en 1967, quand bien même ils n'ont pas été abaissés davantage. La Belgique a diminué le sien de 4 à 3¾% en mars, la Suède l'a réduit en deux étapes, de 6 à 5% en octobre, et le Danemark l'a ramené, en trois étapes, de 7½ à 6% en août.

La situation a commencé à changer vers la fin de l'année, en particulier après la hausse du taux de l'escompte aux Etats-Unis, en décembre. Cette mesure a été suivie d'un relèvement de trois quarts de point du taux officiel de l'escompte en Belgique, tandis que les Pays-Bas majoraient le leur d'un demi-point et instituaient en même temps un plafond à l'expansion du crédit. D'autres augmentations ont été décidées en février 1969 par le Royaume-Uni et la Suède (1 point dans chaque cas), au mois de mars par la Belgique (½ point) et le Danemark (1 point). En avril, à la suite d'un second relèvement d'un demi-point aux Etats-Unis, les Pays-Bas et la Belgique ont porté leur taux d'escompte de 5 à 5½% et, peu après, l'Allemagne fédérale majorait le sien de 3 à 4%. En mai, le taux officiel a été porté de 7 à 9% au Danemark et de 5½ à 6% en Belgique.

Jusqu'en mai, les autorités se sont orientées vers un resserrement du crédit en Belgique, au Danemark, en Allemagne, aux Pays-Bas et en Suède; quant à la France, le changement d'orientation date de plus longtemps. Certains pays, tels la Belgique, le Danemark, la France, l'Italie et, au début de 1969, l'Allemagne, ont également pris des mesures sélectives visant à réduire ou à limiter les sorties de capitaux et les ponctions sur les réserves officielles. Toutefois, ces mesures n'ont pas entraîné en elles-mêmes un resserrement des conditions du crédit à l'économie.

Emissions nationales de valeurs mobilières.

La tension à laquelle les marchés financiers des Etats-Unis, du Canada et du Royaume-Uni ont été soumis s'explique moins par les besoins de moyens financiers

du secteur privé que par ceux du secteur public, et par les mesures de resserrement monétaire. Le montant total des émissions s'est accru modérément aux Etats-Unis, a fléchi au Canada et a fortement diminué au Royaume-Uni. Les émissions du secteur public ont été plus importantes aux Etats-Unis, où les emprunts du gouvernement fédéral se sont notablement accrus, tandis que les émissions des Etats et des collectivités locales continuaient de progresser. En même temps, les émissions d'obligations du secteur privé ont enregistré un fléchissement qu'est venu compenser, dans une certaine mesure, l'accroissement des émissions d'actions. Au Canada, abstraction faite d'une légère augmentation des emprunts du gouvernement central, on a constaté une réduction accentuée des autres catégories d'émissions. Toutefois, ce mouvement est allé de pair avec une progression des émissions à l'étranger, tant du secteur public que du secteur privé. Au Royaume-Uni, les émissions d'actions ont enregistré un accroissement notable, nettement supérieur au fléchissement des émissions d'obligations du secteur privé. Le marché des «gilt-edged» a été toutefois soumis à une forte pression pendant l'année, et les avoirs du public en Fonds d'Etat se sont sérieusement contractés. Au Japon, le total des émissions a baissé en 1968, pour la deuxième année de suite, en raison d'une nouvelle réduction des emprunts du secteur public.

Dans la plupart des pays du continent européen, à part quelques exceptions dont la principale a été la France, le climat d'argent facile et l'animation dont ont fait preuve les marchés des actions ont permis un accroissement important des nouvelles émissions en 1968. Les émissions d'obligations du secteur privé (y compris les organismes de crédit semi-publics) ont généralement enregistré une expansion marquée, attribuable dans certains cas (Suède et Danemark par exemple) à une accélération des émissions d'obligations hypothécaires. Les émissions d'actions se sont notablement développées en Allemagne fédérale, en Suisse et en France.

Dans le cas des emprunts du secteur public, la situation s'est présentée sous un aspect moins uniforme. En Allemagne, le gouvernement fédéral, comme les gouvernements locaux, ont réduit leur recours au marché, facilitant ainsi non seulement une progression des émissions privées, mais également un accroissement spectaculaire des emprunts étrangers. En Italie et en Belgique, en revanche, il s'est produit, en raison du déficit accru du budget, une expansion marquée des nouvelles émissions du secteur public, qui ont été placées essentiellement auprès du système bancaire. En Suède, les émissions de l'Etat ont également progressé fortement, mais elles ont été placées, pour la plupart, en dehors du système bancaire. Le déficit budgétaire a également accru les besoins financiers de l'Etat au Danemark et en France, mais ces besoins ont été couverts essentiellement par recours direct aux prêts des banques plutôt que par de nouvelles émissions.

Marchés nationaux des capitaux: Montant net des émissions.

Pays	Années	Secteur public		Secteur privé ¹		Emissions de valeurs étrangères	Total	Emissions du secteur privé et de valeurs étrangères	Total net des émissions
		Etat	Collectivités locales et organismes publics	Actions	Obligations				
Allemagne fédérale	1966	0,36 ²	0,06	2,71	5,10	1,38 ³	9,61	1,9	2,0
	1967	2,11 ²	2,98	1,91	10,23	0,87 ³	19,09	2,7	3,7
	1968	1,13 ²	2,57	3,15	14,10	5,42 ³	26,36	4,3	5,0
Belgique	1966	12,97	12,17	14,82	15,07	0,46	55,49	3,3	6,1
	1967	12,17	24,67	14,47	21,13	0,17	72,61	3,7	7,4
	1968	18,19	25,64	21,52	31,76	.	97,11	5,1	9,2
Danemark	1966	- 0,16	-	0,23	4,20	-	4,27	5,7	5,5
	1967	- 0,16	-	0,28	4,37	-	4,50	5,5	5,3
	1968	- 0,12	-	0,13	6,85	-	6,86	7,5	7,4
France	1966	0,56	0,87	3,66	7,11	0,20	12,40	2,1	2,3
	1967	0,21	0,87	3,46	7,00	0,20	11,74	1,9	2,1
	1968	- 1,00	0,81	5,56	5,86	-	11,23	1,8	1,8
Italie	1966	735	853 ⁴	470	1.178	81	3.317	4,3	8,3
	1967	457	562 ⁴	396	1.389	22	2.826	4,1	6,5
	1968	831	513 ⁴	473	1.705	44	3.565	4,8	7,6
Pays-Bas	1966	- 0,02	0,66	0,06	0,80	- 0,07	1,43	1,1	1,9
	1967	0,32	0,76	0,04	0,26	- 0,04	1,35	0,3	1,6
	1968	0,26	0,71	- 0,01	0,33	0,01	1,31	0,4	1,4
Royaume-Uni . .	1966	0,23 ⁵	0,19	0,19	0,51	- 0,02	1,11	1,8	2,9
	1967	0,53 ⁵	0,22	0,08	0,41	0,11	1,33	1,5	3,4
	1968	- 0,51 ⁵	0,12	0,36	0,27	0,23	0,49	2,1	1,2
Suède	1966	- 0,14	0,37	0,65	4,60	-	5,48	4,6	4,8
	1967	1,20	0,53	0,55	5,61	-	7,89	5,0	6,5
	1968	2,15	0,40	0,49	6,28	-	9,33	5,2	7,2
Suisse ⁶	1966	0,00	0,90	1,26	1,59	0,43 ³	4,17	5,1	6,5
	1967	0,06	0,89	1,33	1,60	0,71 ³	4,59	5,3	6,7
	1968	0,16	0,60	1,92	2,05	0,82 ³	5,56	6,5	7,6
Etats-Unis ⁷ . .	1966	6,30 ⁸	5,50	4,90	11,10	1,50 ⁹	29,30	2,3	3,9
	1967	12,70 ⁸	8,80	5,00	15,90	1,90 ⁹	44,30	2,9	5,6
	1968	16,90 ⁸	10,10	6,00	13,70	1,90 ⁹	48,60	2,5	5,6
Canada	1966	0,42	1,59	0,59	0,55	0,04 ³	3,18	2,0	5,5
	1967	0,82	1,84	0,50	0,81	-	3,97	2,1	6,4
	1968	0,91	1,40	0,50	0,39	0,01 ³	3,22	1,3	4,8
Japon	1966	797	205	433	1.576 ¹⁰	-	3.011	5,7	8,6
	1967	645	245	384	1.702 ¹⁰	-	2.876	5,0	7,2
	1968	581	163	530	1.531 ¹⁰	-	2.804	4,2	5,7

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

Emissions étrangères et émissions internationales d'obligations.

Les nouvelles émissions d'obligations pour compte étranger et d'obligations internationales ont atteint, en 1968, le niveau de \$6,4 milliards, supérieur de 50% à celui de l'année précédente. Une fois de plus, les émissions d'obligations internationales (dites Euro-obligations), c'est-à-dire celles qui sont placées simultanément sur plusieurs marchés, ont enregistré une augmentation considérable: de \$1,9 milliard en 1967, leur montant est passé à \$3,4 milliards en 1968. Ainsi, pour la première fois, leur volume a dépassé celui des émissions étrangères classiques, placées sur un seul marché national, qui est passé de \$2,3 milliards à \$3 milliards. Sur ce total, les émissions effectuées aux Etats-Unis ont représenté \$1,9 milliard (elles provenaient surtout du Canada et d'organismes internationaux); le reliquat a consisté presque entièrement en emprunts émis sur les marchés européens, principalement ceux des pays du continent.

En ce qui concerne la provenance des capitaux, on constate un déplacement sensible dans les positions relatives des Etats-Unis et de l'Europe occidentale au cours de ces dernières années. Dans ce contexte, on peut considérer le marché des obligations internationales comme étant essentiellement un marché européen, en ce sens que les fonds qui l'alimentent viennent d'Europe, soit directement, soit indirectement. Si l'on ajoute ces émissions aux émissions étrangères classiques qui y ont été lancées, on constate que la part de l'Europe occidentale dans le total des émissions étrangères et internationales a été, l'an dernier, de 70%, ce qui représente un montant de \$4,4 milliards, contre 30% seulement en 1963. Pour les Etats-Unis, on relève des pourcentages exactement inverses.

Ce mouvement s'est poursuivi pendant les premiers mois de 1969. Pour les quatre premiers mois, le montant des émissions internationales a atteint \$1.330 millions, contre \$950 millions pour la période correspondante de 1968, tandis que les émissions étrangères sur le continent européen ont représenté \$350 millions, contre \$175 millions un an auparavant. Pour les Etats-Unis, en revanche, on ne dispose encore que de données incomplètes, mais il semble que le niveau des émissions lancées par des emprunteurs étrangers ait été plus bas qu'en 1968.

Emissions étrangères. Le fait que les émissions étrangères de type classique soient soumises, dans presque tous les pays, à une autorisation officielle, a fortement entravé leur expansion. Aux Etats-Unis, la taxe d'égalisation des taux d'intérêt exerce un effet assez analogue, pour ce qui est des emprunts des pays développés. Si aucun progrès n'a été enregistré l'an dernier en ce qui concerne les émissions étrangères lancées par des pays et des organismes non assujettis à cette taxe, la principale raison en a été la situation défavorable du marché financier. Sur la place de Londres, le

**Emissions étrangères et émissions internationales d'obligations:
Emissions publiques et autres, 1965-68, par pays d'origine des emprunteurs
et par marchés d'émission.¹**

Pays ou zone d'origine des emprunteurs	Années	Emissions étrangères : marchés d'émission						Emissions internationales ²	Total des émissions lancées à l'étranger
		Europe				Etats-Unis	Total		
		Allemagne fédérale ³	Suisse	Autres pays	Total				
en millions de dollars E.U.									
Europe continentale	1965	—	40	38	79	25	104	456	559
	1966	—	71	33	104	—	104	426	531
	1967	—	54	5	59	—	59	886	945
	1968	99	89	14	202	—	202	658	860
Royaume-Uni . . .	1965	—	23	—	23	80	103	25	128
	1966	—	12	—	12	—	12	40	52
	1967	—	23	—	23	—	23	51	74
	1968	—	15	—	15	—	15	134	149
Canada	1965	—	—	—	—	1.034	1.034	—	1.034
	1966	—	—	—	—	1.070	1.070	—	1.070
	1967	—	—	—	—	1.172	1.172	—	1.172
	1968	63	—	—	63	1.155 ³	1.217	38	1.255
Etats-Unis	1965	—	10	—	10	—	10	331	341
	1966	180 ⁴	10	—	190	—	190	439	629
	1967	22	49	—	71	—	71	527	598
	1968	35	139	—	174	—	174	2.059	2.232
Japon	1965	10	—	—	10	63	73	25	98
	1966	—	—	—	—	—	—	—	—
	1967	—	—	—	—	15	15	—	15
	1968	—	14	—	14	—	14	180	194
Reste du monde . .	1965	—	—	59	59	215	275	93	357
	1966	—	—	42	42	204	246	101	347
	1967	—	17	116	133	237	370	305	675
	1968	101	25	31	158	280	438	259	698
Organismes internationaux .	1965	—	14	56	70	200	293 ⁵	128	421
	1966	—	12	171	182	175	394 ⁵	101	495
	1967	—	14	100	114	510	624	120	744
	1968	218	50	138	405	470	931 ⁵	40	971
Total des émissions placées	1965	10	88	154	251	1.617	1.892 ⁵	1.046	2.938
	1966	180	105	246	530	1.448	2.015 ⁵	1.107	3.123
	1967	22	157	221	400	1.933	2.333	1.889	4.222
	1968	515	331	184	1.030	1.905	2.991 ⁵	3.368	6.359

¹ Emissions à échéance moyenne de cinq ans ou plus. Les emprunts lancés par des sociétés par l'intermédiaire de leurs filiales étrangères sont considérés, en règle générale, comme émanant du pays de la société mère. ² Les emprunts émis en Allemagne par des non-résidents entre mars 1964 et fin 1967 sont généralement considérés comme des émissions internationales. En mars 1964, il a été annoncé que les intérêts des obligations allemandes détenues par des non-résidents seraient frappés d'un impôt de 25% retenu à la source (impôt sur les coupons). En conséquence, les titres émis par des non-résidents, étant exonérés de cet impôt, ont été vendus pendant cette période principalement à des étrangers à des taux d'intérêt inférieurs à ceux en vigueur sur le marché intérieur. Les «Schuldscheindarlehen» (emprunts obligataires privés), placés auprès des banques allemandes, ne sont pas compris dans les émissions étrangères en Allemagne. ³ A l'exclusion d'une émission canadienne d'un montant de \$500 millions (Churchill Falls), offerte aux Etats-Unis en 1968, mais dont la souscription est échelonnée sur la période 1969-73. ⁴ Titres émis en échange d'actions d'une société allemande (Texaco/Deutsche Erdöl). ⁵ Y compris des placements, d'un faible montant, effectués dans d'autres zones.

montant des émissions étrangères libellées en livres sterling a fléchi, passant de \$100 millions, chiffre déjà peu élevé, à moins de \$40 millions, tant en raison des

tensions régnant sur le marché qu'à cause du programme volontaire de réduction des investissements dans les pays développés de la zone sterling.

En Allemagne fédérale en revanche, où les emprunteurs étrangers ont continué, en 1968, à avoir accès sans restriction au marché, celui-ci a bien accueilli les émissions étrangères en raison du climat d'aisance monétaire. Ces émissions, qui n'avaient représenté que \$20 millions en 1967, sont passées à \$515 millions; elles ont contribué pour une part importante à la progression du volume global des émissions étrangères classiques dans le monde entier l'an dernier. En Suisse également, où les autorisations ont été libéralement accordées en 1968, ces émissions ont fortement progressé, passant de \$160 millions à \$330 millions. Dans les autres pays du continent européen, les émissions étrangères, bien que plus importantes en 1968 qu'en 1967, sont restées relativement limitées et ont consisté presque entièrement en emprunts émis par des organismes internationaux.

Pendant le premier trimestre de 1969, les émissions étrangères en Allemagne ont pris encore plus d'ampleur que précédemment, de même que les emprunts internationaux libellés en deutsche marks, au point qu'en avril, les banques ont décidé d'un commun accord d'exercer un certain contrôle officieux dont l'objectif immédiat consiste à maintenir la moyenne mensuelle des émissions pendant le reste de l'année en dessous de celle du premier trimestre. Il convient de signaler également, dans ce domaine, la réduction, au début d'avril, de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt en vigueur aux Etats-Unis, qui est ramenée de l'équivalent de $1\frac{1}{4}\%$ en taux d'intérêt à $\frac{3}{4}\%$.

Emissions internationales. La puissante impulsion donnée aux émissions internationales, en 1968, est attribuable, en ce qui concerne la demande, aux sociétés américaines et à leurs filiales financières. Le volume des émissions internationales lancées par ces sociétés a atteint \$2.060 millions en 1968, contre \$525 millions en 1967; cette progression s'explique en grande partie par la mise en œuvre aux Etats-Unis, au début de l'année, d'un sévère plan de redressement de la balance des paiements. Les emprunts de ces sociétés ont donc représenté un peu plus que le total de l'accroissement des émissions internationales, et la part des Etats-Unis dans l'ensemble est ainsi passée de 28% en 1967 à 61% l'an dernier.

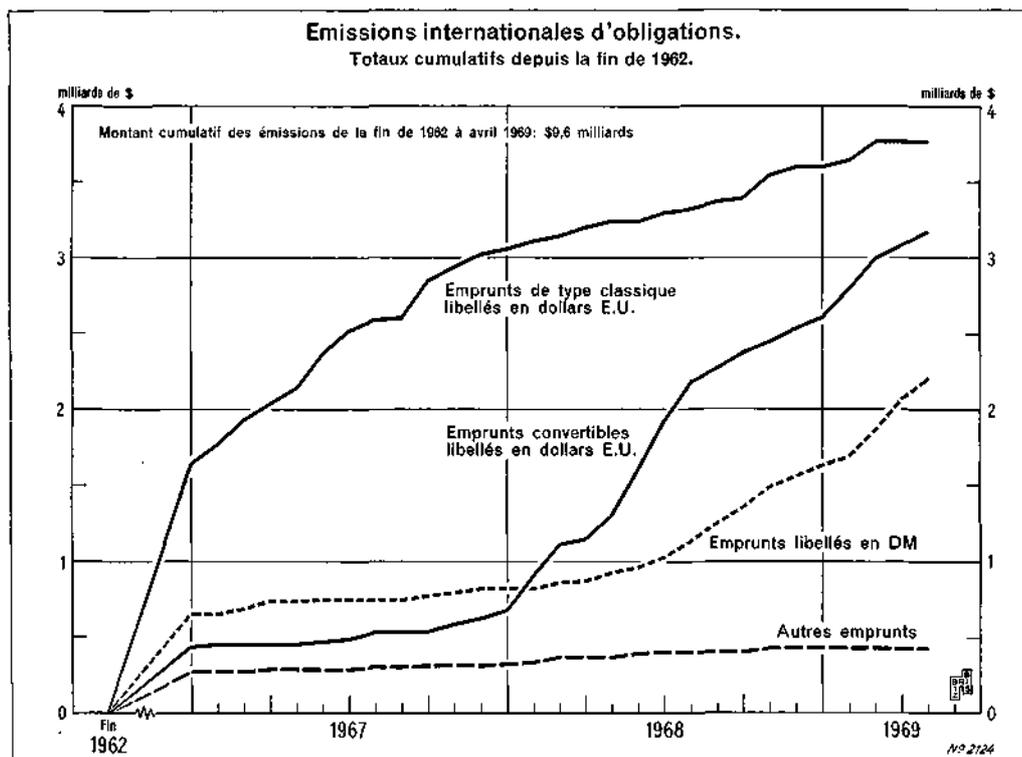
Le montant des émissions lancées par des emprunteurs européens n'a été que de \$790 millions en 1968, contre \$935 millions l'année précédente. La principale raison de ce fléchissement est qu'au début de l'année, alors que les sociétés américaines absorbaient des sommes considérables sur le marché, les émetteurs

européens ont différé une partie de leurs émissions. Pour l'ensemble de l'année, on a noté un accroissement modéré des émissions autrichiennes et italiennes, un progrès assez important de celles provenant de Finlande et du Royaume-Uni, et surtout une montée en flèche des émissions néerlandaises, qui sont passées de \$33 millions en 1967 à \$184 millions en 1968. En revanche, le Danemark, la France, la Norvège, le Portugal et diverses sociétés européennes (comme Eurofima, Transalpine et Shell) ont absorbé beaucoup moins de capitaux qu'en 1967, tandis que les emprunteurs belges, allemands et suédois n'ont fait aucun appel au marché.

Le Canada a fait sa première apparition sur le marché des obligations internationales en août 1968, avec l'émission par une province d'un emprunt libellé en deutsche marks, d'un montant équivalant à \$38 millions. Les emprunts effectués par le «reste du monde» se sont accrus de \$135 millions, pour atteindre \$440 millions, principalement à cause de la réapparition des emprunteurs japonais sur le marché, après trois ans d'absence. Enfin, les organismes internationaux, se tournant davantage vers les émissions étrangères classiques, ont ramené leurs émissions internationales de \$120 millions en 1967 à \$40 millions l'an dernier.

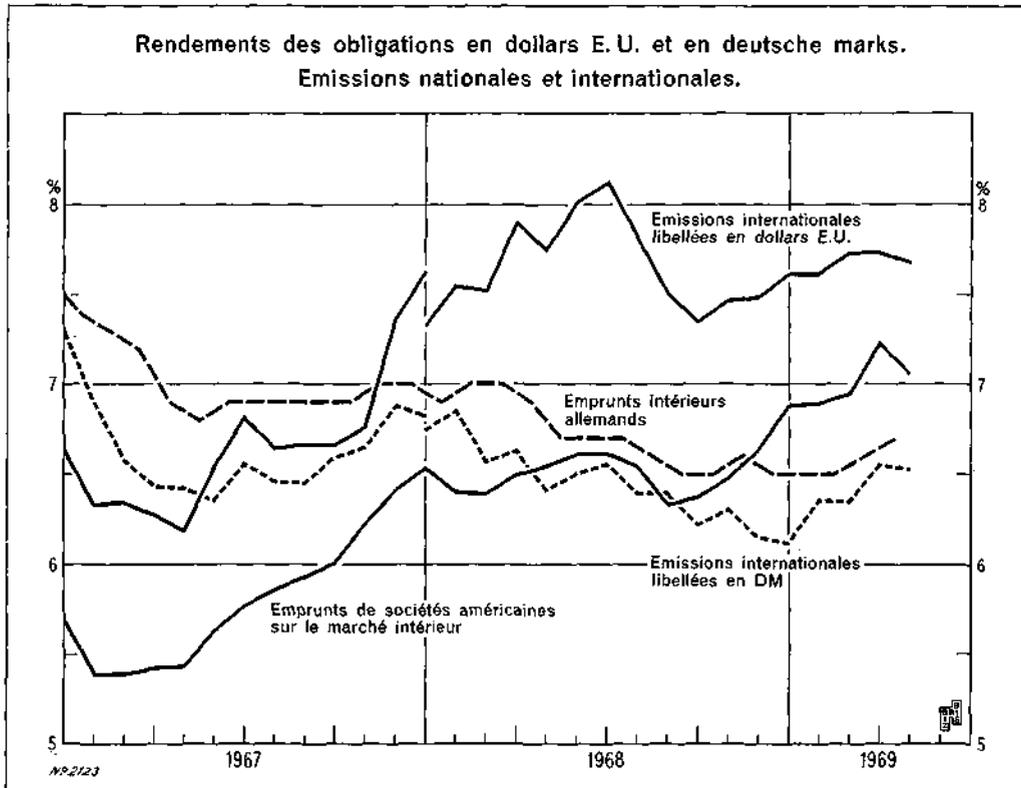
Du côté de l'offre, l'accroissement du flux de capitaux en 1968 s'explique, en grande partie, par l'aisance monétaire qui a régné à peu près partout sur le continent européen. La source la plus importante a encore été la Suisse qui, précédemment, absorbait entre le tiers et la moitié des nouveaux titres, la majeure partie étant souscrite par des banques suisses pour le compte de clients non-résidents, européens ou non. En outre, on peut déduire des données chiffrées sur la balance des paiements que les résidents d'Allemagne fédérale, d'Italie, de Belgique et des Pays-Bas ont sensiblement intensifié leurs achats de titres d'emprunts internationaux l'an dernier. En revanche, les résidents des Etats-Unis ne peuvent pratiquement pas en acquérir en raison de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt, pas plus que les sujets britanniques, du fait de la forte prime du dollar-investissement. Les achats effectués par les résidents des pays scandinaves et, depuis l'an dernier, par les résidents français, sont limités par les mesures de contrôle des changes. Il convient d'ajouter qu'en avril 1969, l'Italie a institué une réglementation restreignant la participation des banques italiennes à des syndicats internationaux d'émission.

Etant donné les circonstances qui ont marqué l'année 1968, l'expansion considérable du marché des obligations internationales prouve ses facultés d'adaptation. Le premier semestre a été marqué par la persistance de l'incertitude sur l'avenir de l'or et du dollar et par une intensification des pressions inflationnistes



aux Etats-Unis. Comme les taux d'intérêt sur les obligations classiques en dollars montaient vivement, mais que, d'autre part, l'animation régnait depuis le printemps sur le marché américain des valeurs à revenu variable, les investisseurs se sont résolument détournés des émissions obligataires du type classique pour se porter sur les obligations convertibles libellées en dollars. Ils se couvraient ainsi à la fois contre les risques d'inflation aux Etats-Unis et contre les risques de pertes de change sur le dollar. Les rendements de ces émissions ont, en fait, fléchi jusqu'à l'été, mais, à partir du mois d'août, il a fallu les assortir de nouveau de conditions plus attrayantes, alors que se dessinait un mouvement de retrait vers les obligations non convertibles et une demande accrue pour les émissions libellées en deutsche marks. Pour l'ensemble de l'année 1968, les émissions d'obligations convertibles libellées en dollars ont atteint au total \$1,9 milliard, contre \$245 millions seulement en 1967, tandis que les émissions d'obligations non convertibles libellées en cette même monnaie ont fléchi de \$1,4 milliard en 1967 à \$535 millions.

Le rythme des émissions en deutsche marks s'est intensifié à partir du printemps de 1968, mais l'accélération a été particulièrement marquée après le milieu de l'année, quand les bruits d'une éventuelle réévaluation du deutsche mark ont commencé à se confirmer. Les taux d'intérêt pratiqués sur les émissions libellées dans la monnaie allemande étant relativement bas, les emprunteurs n'ont pas,



* Les taux de rendement des emprunts de sociétés américaines sur le marché intérieur sont calculés à l'échéance finale, les autres à l'échéance moyenne.

semble-t-il, été dissuadés par le risque d'une perte éventuelle en cas de réévaluation. Les émissions internationales en deutsche marks sont passées d'un montant de \$170 millions seulement en 1967 à \$805 millions en 1968, soit de 9 à 24% du total des émissions internationales.

Il est important de souligner que, depuis les derniers mois de 1967, les rendements des obligations internationales en circulation ont évolué différemment selon que les titres étaient libellés en dollars ou en deutsche marks, leur écart devenant très important. A l'automne de 1967, le rendement de ces deux formes d'obligations s'établissait aux environs de $6\frac{3}{4}\%$, mais, ultérieurement, celui des obligations en dollars a fortement monté, atteignant 8,1% en juin 1968, tandis que celui des obligations en deutsche marks a légèrement fléchi, se situant à environ $6\frac{1}{2}\%$. Après le milieu de l'année, le rendement des obligations en dollars a assez fortement baissé, descendant à 7,3% en septembre, mais l'écart ne s'est pas beaucoup réduit, le rendement des obligations en deutsche marks continuant de s'inscrire en recul. A la fin de l'année, l'écart s'était encore creusé, le rendement des obligations en dollars étant passé à 7,6% et celui des obligations en deutsche marks étant tombé à 6,1%, niveau le plus bas enregistré jusqu'à présent. Au début

de 1969, le rendement des obligations en deutsche marks s'est sensiblement relevé, atteignant presque 6,6% à la fin avril, tandis qu'à la même époque celui des obligations en dollars se situait à 7,7%.

Il est à noter que les rendements des emprunts internationaux et des emprunts intérieurs américains, libellés en dollars, ont eu récemment tendance à évoluer de façon étroitement parallèle, et qu'il en a été de même pour les emprunts internationaux et les emprunts intérieurs en deutsche marks. Ce parallélisme donne à penser qu'il y a eu davantage d'arbitrages entre les emprunts internationaux et les emprunts intérieurs exprimés en une même monnaie qu'entre les obligations internationales libellées en des monnaies différentes. Le marché des obligations internationales exprimées en une monnaie donnée joue évidemment un rôle marginal par rapport au marché national; aussi les rendements des obligations internationales en cette monnaie ont-ils tendance à s'adapter aux rendements nationaux. Les préférences et les risques attachés aux diverses monnaies contribuent d'autre part à expliquer la raison pour laquelle les rendements des obligations internationales libellées dans des monnaies différentes ont une évolution si divergente.

Du point de vue de sa structure, l'évolution du marché international des obligations n'est pas encore achevée. Des problèmes ont parfois surgi en ce qui concerne les cours, les modalités de transfert et la livraison des titres; des efforts ont toutefois été accomplis et continuent de l'être, en vue de leur apporter une solution. En outre, bien que le marché secondaire soit encore caractérisé par une certaine étroitesse, tout porte à croire qu'il prendra, à la longue, de l'ampleur et deviendra plus efficace.

Sans aucun doute, le marché international des obligations a enregistré ces dernières années des résultats impressionnants. Il convient toutefois de se demander jusqu'à quel point son expansion sert utilement la politique des autorités. Certes, les mouvements de capitaux de caractère permanent contribuent, en général, à atténuer les déséquilibres existant dans les balances des paiements courants. Mais, dans une large mesure, ils sont provoqués par des dispositions sélectives plutôt que par des adaptations des niveaux relatifs de la demande, des coûts et des taux d'intérêt. Aussi est-il possible que le marché des capitaux soit souvent utilisé pour retarder, sans raison valable, le moment d'entreprendre une action plus radicale de correction des déséquilibres actuels. Les pays devraient donc s'assigner comme objectif à plus long terme de chercher, par un effort d'adaptation approprié sur le plan interne, à éliminer la nécessité de recourir à des mesures sélectives d'encouragement des importations et des exportations de capitaux.

Situation des différents pays.

Canada. Après deux ans environ de progrès limités, la production a sensiblement accéléré son allure à partir du début de 1968, alors qu'un vif redressement des exportations était accompagné d'un renforcement de la demande interne sous l'influence de la construction de logements, des dépenses publiques et des investissements en capital fixe. En raison principalement des pressions exercées sur le dollar canadien après la dévaluation de la livre sterling, les autorités monétaires ont d'abord suivi une politique restrictive. La Banque du Canada a relevé son taux d'escompte de 6 à 7% en janvier; puis, après avoir pris une série de mesures temporaires en vue d'endiguer les sorties de capitaux, elle l'a porté à 7½% en mars, un peu avant que le taux d'escompte ne soit majoré aux Etats-Unis. Au printemps, pour limiter le déficit du budget du gouvernement central, qui prenait des proportions inattendues, des mesures fiscales ont été prises qui ont consisté principalement à augmenter de 3% l'impôt sur le revenu des personnes physiques et des sociétés, ainsi qu'à accélérer le recouvrement de l'impôt sur les sociétés.

Plus tard dans l'année, un mouvement de reconstitution des stocks et une accélération du rythme des achats de biens de consommation durables ont contribué à entretenir l'expansion, tandis que les progrès des exportations ont permis d'améliorer notablement la balance commerciale. Quant aux investissements fixes des entreprises, bien qu'en progression constante, ils n'ont pas regagné leur précédent maximum du début de 1967. De plus, les effectifs de main-d'œuvre disponibles se sont accrus très rapidement et le taux de chômage, corrigé des variations saisonnières, a suivi une courbe régulièrement ascendante, passant de 4½% à la fin de 1967 au niveau inquiétant de 5½% en été 1968. Dans ces conditions et en raison de l'évolution de la situation aux Etats-Unis, les autorités ont adopté, assez brusquement, une politique monétaire plus libérale. Le taux d'escompte de la Banque du Canada, qui se situait au niveau exceptionnellement élevé de 7½% eu égard aux taux d'intérêt en vigueur aux Etats-Unis, a été ramené à 6%, en trois étapes, de juillet à septembre.

Le budget du gouvernement central a accusé, pour l'année civile 1968, un important déficit, dont une grande partie a été financée par les «chartered banks», dont les avoirs liquides et le portefeuille de Fonds d'Etat se sont fortement accrus pendant l'été. L'expansion des liquidités bancaires a été ralentie, en automne, par un nouveau resserrement de la politique monétaire, et le taux d'escompte officiel a été porté à 6½% en décembre, parallèlement au relèvement intervenu aux Etats-Unis. A la fin de l'année, des tensions sont apparues sur les marchés financiers, l'élan des forces d'expansion s'étant alors sensiblement renforcé.

Pour l'ensemble de l'année, la monnaie en circulation et les dépôts auprès des «chartered banks» ont progressé au total de 13½%, approchant de très près la cadence d'expansion exceptionnelle de 1967 (14%). Les prêts des banques se sont accrus de 12,4% en 1968, contre 14,2% en 1967, et leurs avoirs en titres d'Etat ont augmenté de près de \$1 milliard, contre \$750 millions environ en 1967.

L'importance considérable attachée par les autorités au resserrement du crédit a été la principale cause des fortes pressions auxquelles le marché financier a été soumis et des hausses marquées des taux d'intérêt, au début de 1968, puis de nouveau à la fin de l'année. Les gouvernements provinciaux et locaux, comme les sociétés, recourant de plus en plus à l'emprunt à court terme et faisant appel aux marchés étrangers, le total des émissions d'obligations en dollars canadiens a diminué de près de 20% en 1968, de sorte que le mouvement d'expansion noté en 1967 s'est trouvé largement renversé.

En dépit d'une progression constante du niveau moyen du chômage, les efforts entrepris pour enrayer l'inflation des prix se sont heurtés à des difficultés accrues en 1968. Les charges salariales dans l'industrie de transformation ont augmenté plus lentement qu'en 1967, mais plus rapidement cependant que la productivité. En outre, l'inflation qui sévissait aux Etats-Unis ayant affaibli l'influence modératrice exercée au Canada par la concurrence étrangère, les prix à la consommation ont monté d'environ 4%, soit plus encore qu'en 1967, et la perspective d'inflation s'est progressivement renforcée.

Pour faire face à cette situation, le gouvernement a accentué, vers la fin de l'année, le caractère restrictif de sa politique budgétaire. En présentant le nouveau budget, il a annoncé qu'une série d'économies seraient réalisées et qu'à partir de janvier 1969, l'impôt sur le revenu des particuliers serait augmenté de 2% par rapport à l'année précédente, le recouvrement des impôts sur les sociétés serait encore accéléré et les avantages fiscaux dont bénéficient les établissements financiers seraient réduits. Au total, ces mesures devaient permettre de ramener le déficit pour l'exercice budgétaire, clos en mars 1969, de \$CAN 730 millions à \$CAN 675 millions, et de dégager un léger excédent pour l'exercice suivant.

Au début de 1969, comme une recrudescence de l'investissement privé s'amorçait et semblait devoir relancer l'expansion, le resserrement du crédit a été intensifié. A partir de janvier, le mode de calcul des réserves des «chartered banks» a été modifié, en vue de rendre plus rapide l'adaptation du crédit bancaire aux modifications des réserves. La Banque du Canada a porté son taux d'escompte à 7% au début de mars et, en avril, elle a annoncé, avec effet en juin, un relèvement de 7 à 8% du coefficient de réserves de liquidités secondaires des banques. En mai, les autorités ont laissé présager une nouvelle aggravation de la fiscalité.

Japon. Au début de 1968, sous l'influence des mesures de restriction monétaire, qui comprenaient notamment une augmentation, en janvier, du taux d'escompte de la Banque du Japon, porté de 5,840 à 6,205 %, le taux de croissance de la production s'est quelque peu ralenti à l'occasion d'un rajustement des stocks. Mais une forte augmentation des ventes à l'étranger, à destination des Etats-Unis notamment, a entraîné bientôt tous les secteurs de l'économie dans un mouvement d'expansion rapide, l'investissement privé en biens d'équipement, la consommation et la construction de logements s'inscrivant en progression fortement accélérée. Toutefois, les importations, après avoir cédé du terrain au premier trimestre, n'ont que modérément augmenté, tandis que les exportations ont poursuivi leur mouvement fortement ascendant. La cadence annuelle de hausse des prix à la consommation a certes atteint 5,3 %, mais le mouvement a été à peine plus accentué que les années précédentes et, dans les industries traditionnellement exportatrices, l'augmentation des coûts de production a été compensée par de rapides progrès de la productivité.

Devant cette situation, la Banque du Japon a ramené son taux d'escompte à 5,840 % en août et abrogé, à la fin de septembre, les directives, appliquées depuis douze mois environ, concernant le plafonnement des encours des banques. A titre de précaution, les banques exerçant leur activité sur les places importantes ont été invitées à ne pas laisser leur position de réserve se détériorer. Pendant l'année, la liquidité des banques a bénéficié d'importantes ventes nettes de devises aux autorités monétaires. Les achats accrus de stocks de céréales non inscrits dans le budget, auxquels a procédé le gouvernement, qui ont été financés par l'émission de titres à court terme mobilisables auprès de la Banque du Japon, ont constitué une autre source importante de liquidité. Ainsi, la position de liquidité des banques s'est améliorée au cours de 1968, bien qu'à la fin de l'année les taux d'intérêt sur le marché se soient situés dans l'ensemble à un niveau aussi élevé qu'au début.

Dans ces conditions, les engagements monétaires et quasi monétaires des banques ont augmenté de 14,8 % en 1968, contre 15,5 % en 1967, tandis que la croissance du produit national brut a été de 17½ % aux prix courants et de 14 % en termes réels. La demande de crédits bancaires est restée généralement vive et, malgré le resserrement monétaire intervenu pendant la première partie de l'année, l'expansion des prêts au secteur privé a été de 14 % environ contre 16 % en 1967. De plus, les banques ont pu accroître leurs concours au secteur public. Le total des prêts accordés par les établissements financiers autres que des banques a, en revanche, progressé presque aussi fortement que précédemment.

Les besoins nets de financement du secteur public sont restés, au total, presque sans changement en 1968, mais l'Etat a nettement réduit son déficit budgétaire proprement dit, à la suite de l'expansion rapide des recettes fiscales, de sorte que

Japon: Variations des avoirs et des engagements financiers, par secteurs.¹

Postes	Années	Entre-prises	Ménages	Etat	Entre-prises du secteur public et collectivités locales	Système bancaire	Autres établissements financiers	Reste du monde ²
Excédent ou déficit financier(—)	1966	- 1.418	3.316	- 254	- 1.194	.	.	450
	1967	- 2.629	4.109	- 292	- 1.057	.	.	69
	1968	- 2.911	4.668	77	- 1.457	.	.	377
Variations nettes des avoirs et engagements financiers (augmentation —)								
Monnaie et dépôts à terme	1966	1.780	3.611	- 605	140	- 3.209	- 1.717	
	1967	1.723	4.333	- 803	210	- 3.279	- 2.184	
	1968	1.992	4.869	- 992	156	- 4.324	- 1.700	
Créances sur les compagnies d'assurance et les sociétés de «trust»	1966	51	1.148	- 166	6	- 25	- 1.014	
	1967	76	1.279	- 164	6	- 28	- 1.163	
	1968	131	1.514	- 235	4	1	- 1.415	
Valeurs mobilières (en chiffres nets)	1966	- 454	472	- 579	- 902	456	959	
	1967	- 421	477	- 478	- 923	698	606	
	1968	- 369	621	- 382	- 890	599	563	
Prêts	1966	- 3.915	- 1.583	1.027	- 404	2.906	1.970	
	1967	- 5.135	- 1.834	1.128	- 317	3.235	2.923	
	1968	- 5.612	- 1.867	1.504	- 636	3.649	2.962	
Réserves officielles	1966							12
	1967							25
	1968							319
Autres créances sur l'étranger (nettes)	1966	353		80	- 37	56		447
	1967	- 115		107	- 30	- 38		71
	1968	- 56		91	- 52	113		99
Transactions diverses ³	1966	767	- 332	- 11	3	- 184	- 197	15
	1967	1.043	- 140	- 82	3	- 588	- 182	27
	1968	1.003	- 469	91	- 39	- 38	- 410	31

¹ Estimations provisoires. ² Un chiffre positif correspond à une augmentation des créances (ou à une réduction des engagements) à l'égard du reste du monde. ³ Y compris les crédits de fournisseurs et les écarts statistiques.

les émissions d'obligations à long terme prévues pour l'exercice budgétaire 1968-69 ont été ramenées de Y 640 milliards à Y 460 milliards.

Etant donné l'intensité de la demande tant intérieure qu'extérieure, l'épargne des entreprises s'est sensiblement accrue en 1968, et bien que leurs investissements aient progressé de façon encore très sensible, l'ensemble (en chiffres nets) de leur déficit financier a été seulement un peu plus élevé qu'en 1967. Malgré cela, les sociétés n'en ont pas moins continué à accroître leurs appels aux établissements de crédits nationaux, à peu près au même rythme que précédemment, le produit de ces concours servant en partie à reconstituer leur liquidité. Parallèlement, les nouvelles émissions de valeurs mobilières par les sociétés ont légèrement reculé par rapport au niveau atteint en 1967. Les ménages ont fortement développé leurs investissements, notamment en ce qui concerne le logement, mais une remarquable progression de l'épargne, leur a permis d'accroître

leurs avoirs liquides et leurs créances sur les compagnies d'assurance, tout en maintenant leurs emprunts à peu près au même niveau qu'en 1967.

Au début de 1969, bien qu'il n'y eût guère de signes manifestes de détérioration de la balance commerciale ou d'accélération de la hausse des prix, la politique des autorités est restée prudente. La Banque du Japon a continué de contrôler l'évolution des réserves des banques, et les prévisions budgétaires du gouvernement pour l'exercice 1969-70 font état d'une réduction des émissions d'obligations au niveau de Y 490 milliards. Les dépenses du gouvernement central doivent augmenter un peu plus rapidement qu'en 1968-69, mais le taux d'accroissement du total des dépenses publiques doit demeurer inférieur au taux de croissance prévu pour le produit national brut.

Italie. Jusque vers la fin de l'été de 1968, la production, entraînée surtout par l'expansion toujours aussi rapide des exportations, a progressé à un rythme assez favorable, mais quelque peu inférieur à ce qu'on pouvait espérer. La demande interne, notamment en matière de biens de consommation, a donné des signes de faiblesse; cet affaiblissement avait manifestement pour cause l'influence trop restrictive du budget, dont les recettes avaient trop fortement progressé par rapport aux dépenses. Cette évolution du budget s'explique, en grande partie, par la lenteur d'exécution des dépenses prévues, notamment en matière d'investissements publics. Le ralentissement des progrès de la consommation, qui s'est manifesté plus en valeur nominale qu'en valeur réelle, a été également attribuable en partie à un transfert des dépenses en faveur du logement.

Un nouveau programme a été lancé à la fin de l'été en vue de stimuler l'activité économique. Il comprenait surtout des mesures de caractère fiscal et budgétaire, entre autres un crédit d'impôt sur les nouveaux investissements, la prise en charge par l'Etat d'une partie des charges de sécurité sociale des entreprises d'Italie méridionale, la suppression d'une surtaxe sur la consommation d'électricité, de nouvelles facilités de crédit pour les petites et moyennes entreprises, et des crédits supplémentaires pour la modernisation des chemins de fer. A partir de ce moment, le rythme de l'activité est allé croissant, principalement à cause d'une recrudescence des exportations, mais aussi parce que les dépenses publiques commençaient à s'accélérer.

La production industrielle a augmenté, d'un mois de décembre à l'autre, de 7,2% contre 6,3% en 1967. Le produit national brut, en termes réels, a progressé de 5,7% contre 6,4% l'année précédente, les exportations intervenant pour environ 45% dans l'accroissement de la demande. L'expansion des investissements du secteur privé, en installations et en équipement, n'a pas été aussi rapide qu'en 1967, malgré le démarrage accéléré de la construction de logements. La

consommation n'a fait que de modestes progrès, en partie parce que les salaires ont augmenté plus lentement qu'en 1967, et le rythme de constitution des stocks s'est très nettement ralenti. Pour toutes ces raisons, et aussi du fait qu'une partie de l'abondante récolte de 1967 restait à écouler, les importations ont fléchi, notamment pendant le premier semestre de l'année.

Le passage d'une politique budgétaire restrictive à une politique de relance se reflète nettement dans le déficit de l'ensemble des comptes du secteur public, qui est passé de LIT 695 milliards en 1967 à LIT 1.165 milliards en 1968. Les dépenses courantes (y compris les transferts) se sont accrues de 11% contre 8,7% l'année précédente, tandis que les investissements publics ont progressé de 23%, après avoir fléchi de 5% en 1967. Ces changements sont allés de pair avec un accroissement des besoins d'argent frais du Trésor, qui sont passés de LIT 1.225 milliards en 1967 à LIT 2.070 milliards en 1968, couverts principalement par recours au système bancaire. Les établissements de crédit ont ainsi absorbé LIT 850 milliards de titres émis par le Trésor ou pour son compte, contre LIT 305 milliards en 1967. En outre, les concours de la Banque centrale au Trésor ont atteint un total de LIT 500 milliards, alors que l'année précédente avait été marquée par des remboursements nets du Trésor de LIT 140 milliards. Les placements d'obligations d'Etat dans le public, bien qu'ayant encore atteint un volume considérable, ont été sensiblement plus réduits qu'en 1967.

La création de liquidités résultant de l'évolution de la balance des paiements, quoique sensiblement inférieure à celle qui a été engendrée par le déficit du Trésor, a atteint un niveau notablement plus important qu'en 1967. Elle aurait revêtu une ampleur encore plus grande, toutefois, sans des sorties de capitaux à long terme d'un volume sans précédent. Etant donné la relative aisance monétaire sur le plan interne et l'attrait exercé par les placements à l'étranger, les résidents italiens ont transféré des capitaux hors d'Italie dans des proportions telles que l'excédent exceptionnellement élevé laissé en 1968 par les paiements courants a été pratiquement absorbé.

Le manque de vigueur relatif de la demande interne a provoqué un ralentissement dans l'expansion du crédit bancaire en 1968. L'accroissement des prêts à l'économie des établissements de crédit, qui s'était établi à plus de 15% en 1967, est tombé à environ 10%. Les engagements sous forme de dépôts ont, en revanche, progressé de plus de 13%, soit presque autant que l'année précédente. Dans ces conditions, les banques ont porté leurs achats de valeurs mobilières (Bons du Trésor non compris) de LIT 1.010 milliards en 1967 à LIT 1.535 milliards en 1968. Sur ce montant, plus de la moitié était constituée par des émissions pour le compte du Trésor. En outre, la position nette en devises des banques, qui était

approximativement en équilibre en 1967, est devenue largement créditrice en 1968, celles-ci ayant entendu profiter du niveau élevé des taux d'intérêt à l'étranger.

Contrairement aux banques, les établissements de crédit spécialisés ont développé, l'an dernier, leurs prêts à moyen et à long terme, dont le rythme d'expansion a atteint 17,6%.

Le montant net des émissions de valeurs mobilières s'est chiffré à LIT 3.565 milliards en 1968, soit au moins 25% de plus qu'en 1967. Comme le Trésor, les établissements de crédit spécialisés et les organismes publics (tels que l'E.N.I. et l'I.R.I.) ont sensiblement accru leurs émissions. Si les banques ont bien soutenu le marché par leurs achats, le public a également acquis des titres en quantités nettement plus élevées. Conformément aux objectifs de la politique monétaire, les taux d'intérêt à long terme sont restés très stables pour la quatrième année de suite.

Depuis quelques années, la situation de l'Italie est de plus en plus paradoxale. Bien qu'une croissance économique rapide soit pour ce pays une nécessité, son épargne, qui est relativement élevée, n'a pas été absorbée entièrement par les investissements intérieurs (qu'ils soient productifs ou sociaux), mais a été exportée en partie comme le prouve l'évolution de la balance des paiements. En effet, l'excédent des paiements courants en 1968 a représenté nettement plus de 20% de l'épargne nationale nette et près de 4 ½% du revenu national. Les autorités s'attaquent à ce problème, en agissant sur deux fronts. Par leur politique de stimulants budgétaires, elles espèrent imprimer l'élan nécessaire à la demande interne. En outre, elles ont agi directement, par des mesures restrictives, sur les sorties de capitaux. A la fin de mars, les banques ont été invitées à réduire progressivement leurs avoirs nets à l'étranger de façon que l'équilibre de leur position en devises soit rétabli pour le 30 juin 1969. Peu après, au début d'avril, la Banca d'Italia a suspendu l'autorisation générale accordée aux banques de participer à des syndicats de prise ferme et de placement d'émissions de valeurs mobilières étrangères. En même temps, la vente en Italie de parts de fonds de placement étrangers a été soumise à une autorisation officielle, qui ne sera accordée que si 50% au moins du portefeuille de ces fonds sont composés de valeurs italiennes.

Suisse. L'évolution économique de la Suisse a été marquée par une nouvelle expansion depuis l'automne de 1967. Le produit national brut, en termes réels, après trois ans de croissance au ralenti, a enregistré une reprise et son taux d'expansion a atteint 3 ½% en 1968 contre 1,9% l'année précédente. La principale cause de cette accélération a été la demande étrangère, mais, depuis le milieu de 1968 environ, l'investissement fixe a aussi opéré un certain redressement. La consommation, en revanche, est restée plutôt faible et son expansion a été, une fois

encore, inférieure à celle de l'année 1967. Tout cela explique qu'il n'y a guère eu de tensions sur les marchés de la main-d'œuvre, tandis que les prix sont restés stables.

Dans le domaine monétaire, le climat d'aisance a prédominé pendant toute l'année. Le peu d'activité des demandes de concours émanant de l'économie interne et une remarquable expansion de l'épargne ont contribué à le créer, mais l'augmentation de l'excédent des paiements courants, et surtout les entrées de fonds en provenance de l'étranger, ont également joué un grand rôle à cet égard. Les banques, déjà pourvues d'abondantes liquidités au début de l'année, ont reçu d'importantes quantités de fonds de l'étranger au printemps, pendant la crise de l'or, et en mai et juin au moment des événements politiques en France. Un nouvel afflux s'est produit en novembre, quand la spéculation monétaire a atteint son paroxysme. Mais les banques, recourant parfois aux facilités de swap offertes par la Banque Nationale, ont utilisé ces fonds venus de l'extérieur pour augmenter leurs investissements à l'étranger. En outre, attirées par les taux d'intérêt élevés pratiqués hors de Suisse, elles ont largement fait usage de ressources nationales pour accroître leurs avoirs nets en devises. Le taux de l'argent au jour le jour a subi de fortes fluctuations, mais, pour l'ensemble de l'année, il a suivi une tendance ascendante, en harmonie avec l'évolution sur les autres places.

Dans l'ensemble, les prêts bancaires se sont accrus en 1968 de près de 10%, rythme assez voisin de celui de 1967. Toutefois, le montant net des nouveaux prêts à l'économie interne n'a pas progressé autant et, d'après les dernières statistiques disponibles, il ne s'est accru que de FS 5,1 milliards, soit de 8,4%. Si l'on exclut les prêts hypothécaires, qui ont représenté plus de la moitié de l'accroissement, le taux de croissance est ramené à 7,6%. Du côté des engagements, au contraire, les dépôts et autres fonds ont sensiblement progressé. Cette augmentation a été liée en partie à l'entrée de capitaux étrangers, et en partie à la progression de l'épargne nationale. Dans ces circonstances, les conditions influençant les intérêts sont restées à peu près inchangées. En ce qui concerne les taux débiteurs, cependant, on a noté une nouvelle tendance à la hausse des taux des prêts hypothécaires, imputable essentiellement au remplacement progressif, à leur échéance, des bons de caisse de 5 à 8 ans (Kassenobligationen), par de nouveaux titres portant intérêt aux taux plus élevés en vigueur depuis 1967.

La demande d'obligations s'est accrue en 1968 et, à partir du milieu de l'année, la commission bancaire qui contrôle le marché a pu autoriser toutes les nouvelles émissions pour lesquelles des résidents ont déposé une demande. Le montant net des émissions d'obligations lancées par des emprunteurs suisses a atteint FS 2.820 millions, contre FS 2.545 millions en 1967, en raison d'une forte progression des

émissions du secteur privé (compensée en partie, il est vrai, par une diminution des emprunts du secteur public). Les émissions lancées par des non-résidents, qui englobaient des émissions étrangères du type classique et des tranches d'émissions internationales placées par les banques suisses, ont également progressé, passant de FS 712 millions en 1967 à FS 818 millions en 1968 (en chiffres nets). Toutefois, la moitié à peu près a été souscrite par des non-résidents, et n'a donc pas pesé directement sur le marché financier suisse. Bien que le montant total émis ait augmenté, les rendements ont baissé pendant l'année. Le rendement moyen des obligations en circulation émises par la Confédération est tombé de 4,59% en janvier à 4,33% en décembre, et celui des obligations cantonales, de 5,03 à 4,67%. Toutefois, les obligations cantonales émises récemment portent intérêt au même taux nominal qu'au début de 1968, soit 5%. Les rendements élevés à long terme obtenus à l'étranger en 1968 ont probablement empêché les taux suisses de baisser autant qu'il aurait été possible en raison de l'expansion considérable de l'épargne.

L'évolution d'ensemble de la situation a permis aux autorités de poursuivre une politique généralement passive. Le budget de la Confédération, qui devait être légèrement déficitaire, d'après les prévisions initiales, s'est soldé par un léger excédent. Le principal objectif de la politique monétaire a été d'empêcher les fonds étrangers d'exercer un effet d'expansion sur la masse monétaire intérieure. Sur le marché à court terme, la réalisation de cet objectif a été facilitée par l'action de la Banque Nationale, qui a utilisé largement les facilités de swaps, ainsi que par les taux d'intérêt élevés pratiqués à l'étranger. En outre, pour faciliter les sorties de capitaux, la Banque centrale a approuvé toutes les demandes d'émissions étrangères en Suisse et toutes les demandes de crédit vers l'étranger nécessitant une autorisation préalable. Enfin, le montant au-dessous duquel aucune autorisation n'est nécessaire pour l'émission d'emprunts étrangers a été porté de FS 5 millions à FS 10 millions; en outre, pour la première fois, a été autorisé le placement sur le marché national de certificats étrangers de dette à moyen terme, libellés en francs suisses.

Autriche. Après être restée à peu près stationnaire pendant deux ans environ, la production industrielle s'est brusquement redressée à la fin de 1967 et son essor s'est poursuivi pendant toute l'année 1968. On constate que cette évolution a été liée, en grande partie, à un changement de sens des variations cycliques des stocks, qui est allé de pair avec une accélération des exportations et une augmentation constante et régulière de la consommation privée. L'investissement en capital fixe a, en revanche, fléchi de nouveau pendant l'année. Le produit national brut, en termes réels, a progressé de 4,1% en 1968 contre 3,1% en 1967. Malgré cette

expansion, la situation est restée détendue sur le marché du travail, et les prix à la consommation ont relativement peu monté, abstraction faite de certains ajustements de caractère administratif et fiscal.

L'action des autorités a joué un rôle important dans le réveil de l'activité économique. Pour la deuxième année de suite, elles ont adopté une politique budgétaire d'expansion, en octroyant des avantages fiscaux et en établissant un programme de relance par l'augmentation des dépenses budgétaires de caractère anticyclique et l'ouverture de nouveaux crédits au titre d'un budget exceptionnel. Aussi, le déficit des finances publiques est-il passé de SCH 3,7 milliards en 1966 à SCH 8,4 milliards en 1968. En matière monétaire, les autorités ont également maintenu, d'une façon générale, une politique libérale, après avoir, en 1967, ramené le taux d'escompte officiel de 4½ à 3¾% en deux étapes.

Le montant des prêts des banques commerciales (y compris les achats de valeurs mobilières) s'est accru de SCH 14,9 milliards en 1968, contre SCH 12 milliards en 1967. Les emprunts du secteur privé ont représenté l'élément de beaucoup le plus important de cette progression sous l'influence, dans une certaine mesure, d'un déplacement des sources de financement de l'étranger vers ce pays. En effet, comme les taux d'intérêt à l'étranger étaient élevés par rapport à ceux du marché national, le secteur privé a ramené ses emprunts à l'extérieur à SCH 1,9 milliard, au lieu de SCH 3,8 milliards en 1967. En revanche, le gouvernement central, en partie pour maintenir un climat d'aisance monétaire dans le pays, a couvert une bonne part de ses besoins financiers en empruntant à l'extérieur; pour l'ensemble du secteur public, ces emprunts à l'étranger ont atteint SCH 4,9 milliards, dépassant ainsi sensiblement le déficit de la balance des opérations courantes (SCH 2,2 milliards). Grâce aux entrées nettes de devises qui en ont résulté, et aussi à un taux élevé de constitution de dépôts, les banques ont pu améliorer sensiblement leur position extérieure nette. En même temps, leurs liquidités internes se sont contractées d'un montant presque égal à celui du remboursement de leurs dettes à la Banque centrale.

En matière budgétaire, des prévisions à long terme ont montré que les déficits prendraient encore plus d'importance au cours des années à venir, même dans l'hypothèse d'une expansion économique persistante. Une première mesure a été prise pour freiner cette tendance, avec le relèvement, en septembre 1968, des impôts indirects sur les boissons alcoolisées, le tabac et les voitures neuves. En janvier 1969, les impôts sur le revenu et sur la propriété, les cotisations de sécurité sociale et les tarifs des chemins de fer ont été majorés, et les subventions de caractère social ont été réduites. En outre, des économies ont été réalisées sur des postes de dépenses, et certains engagements ont été transférés du budget de l'Etat à

d'autres organismes publics. Ces mesures devraient permettre de ramener le déficit budgétaire pour l'exercice 1969 à SCH 8 milliards, malgré une augmentation des dépenses de 8,9%. Etant donné que l'investissement fixe continue à manquer de vigueur et qu'il reste une marge disponible de capacité productive, un déficit de cette importance n'apparaît pas incompatible avec la situation actuelle. Son financement par l'emprunt à l'étranger devrait toutefois tenir davantage compte des impératifs de la balance de base des paiements.

Belgique. Le mouvement de reprise, qui avait pris naissance au début de l'automne de 1967, s'est poursuivi tout au long de 1968 en marquant toutefois une certaine hésitation pendant l'été. Mais, plus peut-être que dans d'autres pays, il n'aurait pu se maintenir sans l'expansion des exportations. Pendant la majeure partie de l'année, la demande interne est restée relativement modeste; le chômage a continué de s'accroître jusqu'en été, s'est maintenu à un palier pendant quelques mois, et n'a commencé à fléchir que tard dans l'année. Les salaires ont sensiblement moins progressé qu'en 1967; ce ralentissement a contribué à modérer la reprise de la consommation privée et à retarder encore la hausse des prix. Certes, la reconstitution des stocks a pris d'importantes proportions, mais ce mouvement s'est traduit surtout par une expansion des importations à peu près équivalente à celle des exportations. L'utilisation insuffisante de la capacité de production a freiné les investissements en installations et en matériel, et entraîné un fléchissement, en termes réels, de la construction de logements, pour la troisième année de suite. Toutefois, l'investissement public a été notablement et délibérément poussé pour stimuler l'économie, renforçant ainsi la contribution des exportations à l'augmentation de la demande globale. Le produit national brut, en termes réels, a progressé de 4% contre 3½% en 1967.

Dans ces conditions, la politique monétaire est restée relativement libérale pendant la majeure partie de l'année 1968. En mars, le taux d'escompte officiel a été abaissé de 4 à 3¾%, après être monté jusqu'à 5¼% au début de 1967. Les rendements des obligations à long terme ont aussi fléchi lentement pendant la période de douze mois qui s'est achevée au milieu de 1968. Toutefois, sous l'effet de cette situation et aussi des tensions financières qui ont régné sur certains marchés étrangers, des sorties de capitaux tant à court terme qu'à long terme se sont produites. Le gain enregistré en 1967 par les réserves officielles a été annulé, et au-delà, par les pertes de 1968. Les taux du marché monétaire ont été les premiers à subir une pression, due également à des facteurs d'ordre interne, et la Banque Nationale a cessé, à partir de l'automne, de s'opposer à leur mouvement de hausse. Ultérieurement, le 19 décembre, à la suite de la majoration du taux d'escompte aux Etats-Unis et de la vigoureuse reprise de l'activité

économique en Belgique, le taux d'escompte a été porté de son niveau peu élevé de $3\frac{3}{4}$ à $4\frac{1}{2}$ %.

Malgré l'effet de contraction de la liquidité interne, qui a accompagné le déficit de la balance des paiements, l'augmentation de la masse monétaire et quasi monétaire a été de FB 44,3 milliards, contre FB 32,6 milliards en 1967. Cette évolution n'a pas été liée à celle du crédit au secteur privé, dont l'accroissement, au contraire, a été légèrement moins rapide que l'année précédente. Elle s'explique plutôt par la politique budgétaire du gouvernement et par sa politique de gestion de la dette publique. En raison essentiellement d'une accélération des investissements publics, les besoins nets de financement du Trésor sont passés de FB 23 milliards en 1967 à FB 34,1 milliards en 1968. De plus, alors que le Trésor n'avait presque pas fait appel au système bancaire en 1967, plus des deux tiers de ses besoins d'emprunt ont été couverts l'an dernier par le financement monétaire. Cette manière de procéder a été appliquée surtout pendant le premier semestre de l'année. Par la suite, quand le Trésor a employé des circuits plus normaux, la masse monétaire et quasi monétaire s'est accrue moins rapidement, et les taux d'intérêt à long terme se sont inscrits en hausse.

Pendant les premiers mois de 1969, l'activité économique s'est vigoureusement développée, car les exportations ont continué de progresser et la demande intérieure s'est accélérée. La construction de logements avait amorcé une reprise pendant le second semestre de 1968, et les dépenses d'installations et d'équipement avaient commencé à augmenter vivement. Les dépenses consacrées aux biens de consommation durables ont retrouvé de la vigueur, et les prix à la consommation ont également monté plus rapidement — ces deux mouvements s'expliquant en partie par les premières réactions de précaution contre les effets de la mise en vigueur de la taxe à la valeur ajoutée, prévue pour le début de 1970. Le chômage a continué de fléchir.

Au cours de ces mêmes mois, la tendance à la baisse des réserves officielles a également persisté. Aussi, la politique monétaire s'est-elle efforcée, entre autres objectifs, d'aligner les taux d'intérêt pratiqués en Belgique sur ceux de l'étranger, notamment sur ceux des marchés internationaux. Toutefois, pour déterminer quand il convenait de majorer les taux du marché national, a-t-il fallu tenir principalement compte de l'allure de la reprise économique. En mars, l'évolution de la situation intérieure a permis de relever le taux de l'escompte de $4\frac{1}{2}$ à 5% et, au début d'avril, une nouvelle majoration l'a porté à $5\frac{1}{2}$ %, à la suite de l'ajustement en hausse qui s'était produit aux Etats-Unis. Avant cette seconde augmentation, et aussi pour contribuer à freiner les sorties de capitaux, un plafond avait été imposé aux banques en ce qui concerne l'ensemble de leur position au comptant

en devises étrangères acquises sur le marché réglementé des changes et de leurs avances en francs en comptes convertibles.

La tension internationale, le redressement rapide de l'économie belge et le vaste programme de dépenses publiques ont amené les autorités à prendre, à la fin d'avril, de nouvelles mesures d'encadrement du crédit. La Banque Nationale a fixé pour chaque banque un plafond de réescompte, à 16% de l'encours moyen total, au cours des douze mois précédents, des dépôts reçus en francs belges, des fonds provenant de l'émission de bons de caisse et d'obligations à moyen et à long terme, et des fonds propres. En outre, les banques ont été invitées à limiter le volume des crédits qu'elles accorderont en 1969 à 14% de l'encours au 31 décembre 1968 – cet accroissement étant suffisant pour permettre de satisfaire toutes les demandes de crédit compatibles avec une croissance ordonnée de l'économie.

Comme on prévoit que l'activité économique continuera de progresser à un rythme soutenu, un autre objectif de la politique consiste à modérer les dépenses publiques de façon sélective. Ainsi, au début de mai, il a été décidé de suspendre l'exécution de la «tranche conditionnelle» de dépenses (soit FB 7,5 milliards) du budget extraordinaire, et de comprimer les dépenses du budget ordinaire. En outre, les établissements de crédit du secteur public ont été invités à adopter des critères plus sélectifs dans l'octroi de facilités à leur clientèle, sans compromettre cependant l'exécution des plans d'investissement destinés à restructurer l'économie. Il a été également annoncé que les conditions de crédit à la consommation allaient être rendues plus sévères. A la fin de mai, le taux d'escompte a été porté à 6%.

Pays-Bas. L'activité économique s'est notablement accélérée pendant le second semestre de 1967, et son expansion s'est poursuivie à un rythme rapide en 1968. Aussi, le produit national brut, en termes réels, a-t-il augmenté de 6,3%, contre 5,6% en 1967. La progression a été plus marquée pour la production industrielle, qui a dépassé de 12 ½%, au dernier trimestre de 1968, le niveau atteint un an auparavant. L'impulsion principale est venue des exportations et de l'investissement fixe, qui se sont accrus respectivement, en termes réels, de 13 et 10%. En revanche, la consommation des ménages n'a que très peu augmenté par rapport à 1967, et l'expansion de la consommation du secteur public s'est même ralentie. Cependant, en raison de l'action menée précédemment pour relancer l'économie, les dépenses de l'Etat ont, dans leur ensemble, revêtu de nouveau un caractère expansionniste, comme le prouve l'aggravation du déficit budgétaire, qui est passé de FL 2,2 milliards en 1967 à FL 2,8 milliards en 1968. Les principales régions industrielles ont connu une situation de plein emploi, voire de suremplei. En même temps que la productivité s'améliorait fortement, les salaires ont

augmenté de 7% en 1968 et les prix à la consommation ont encore monté pendant l'année de 4,2%.

L'aisance monétaire ayant été maintenue, pendant la majeure partie de l'année, les banques commerciales ont accru en 1968 leurs prêts à court et à moyen terme au secteur privé d'environ 20% pour la deuxième année de suite. L'expansion de leurs prêts à long terme a été également sensible, atteignant près de FL 1 milliard, contre FL 400 millions en 1967. Le volume des crédits bancaires, octroyés au secteur public a été plus réduit; ceci a été dû au fait que le gouvernement, pour contribuer à éviter des tensions sur le marché financier, a couvert une part importante de ses besoins en faisant appel à la Nederlandsche Bank. L'accroissement des dépôts auprès des banques commerciales (FL 3,2 milliards, contre FL 2,5 milliards l'année précédente) a été presque égal au total de leurs nouveaux prêts. Mais les banques, incitées à accroître leurs avoirs nets en devises en raison du niveau élevé des taux d'intérêt à l'étranger, ne se sont pas contentées de puiser largement dans leurs réserves liquides internes; elles ont également intensifié leurs recours à la Banque centrale. Ces emprunts ont atteint FL 345 millions, somme presque égale à l'accroissement des avoirs extérieurs nets des banques (FL 365 millions). La situation s'est progressivement tendue sur le marché monétaire national au cours de l'année, et le taux de l'argent au jour le jour est passé d'un peu plus de 3% à près de 5%.

Le montant net des emprunts effectués sur le marché financier (compte tenu des emprunts directs) s'est élevé à FL 8,9 milliards en 1968, soit environ 12% de plus qu'en 1967. Le secteur privé a absorbé FL 6,1 milliards, soit 30% de plus que l'année précédente. Les emprunts du secteur public ont, au contraire, diminué, passant de FL 3,3 milliards à FL 2,8 milliards, conformément à l'objectif du gouvernement, qui entendait laisser plus de champ libre aux emprunts du secteur privé en se procurant des moyens financiers à court terme et en continuant à centraliser les emprunts des collectivités locales par l'intermédiaire d'établissements de crédit du secteur public. Enfin, les opérations sur valeurs mobilières avec les non-résidents ont donné lieu à une accélération considérable des sorties nettes de fonds. Néanmoins, la situation a été relativement stable sur le marché, malgré un accès de faiblesse pendant l'été, et le rendement de la plupart des catégories de Fonds d'Etat est généralement resté inférieur à 6 ½%. La situation a toutefois changé vers la fin de l'année, lorsque l'évolution intérieure et internationale a provoqué une hausse des taux d'intérêt, qui a porté le rendement des emprunts d'Etat à plus de 7% en mars 1969.

Vers la fin de 1968, les pressions sur les coûts et les prix étaient devenues très marquées, et l'institution, au début de 1969, de la taxe à la valeur ajoutée

au taux de 12% les a encore renforcées. En outre, le rythme d'octroi des crédits s'est accéléré et la situation des comptes extérieurs s'est affaiblie. Le premier pas des autorités dans la voie des restrictions de crédit a consisté à porter le taux de l'escompte de 4½ à 5% en décembre; cette mesure avait également pour objet de freiner les sorties de capitaux. Par la suite, un plafond correspondant à un taux annuel d'expansion de 10% a été imposé aux crédits bancaires à court terme accordés au secteur privé, les banques ayant octroyé des facilités au-delà de ce plafond devant constituer des dépôts non productifs d'intérêt auprès de la *Nederlandsche Bank*. Les banques ont également été invitées à aligner l'accroissement de leurs prêts à long terme sur celui de leurs ressources à échéance lointaine. Ces mesures ont été complétées, en janvier, par un durcissement des conditions de ventes à tempérament et par la réduction de moitié du dégrèvement fiscal spécial en faveur des investissements, accordé pour 1969 en liaison avec la mise en vigueur de la taxe à la valeur ajoutée. En avril, les symptômes d'inflation s'étant précisés, de nouvelles mesures ont été prises. Le taux de l'escompte a été porté à 5½%, et le crédit d'impôt en faveur des investissements a été complètement supprimé. Le même mois, un blocage général des prix des biens et des services a été décidé, les prix à la consommation ayant enregistré pendant le premier trimestre une hausse de 4½% que la taxe à la valeur ajoutée était loin d'expliquer à elle seule. D'autres mesures de caractère fiscal sont prévues pour juillet, et comprennent une majoration de 10% environ des taxes sur la bière, les boissons alcooliques et l'essence.

Le budget de 1969, présenté à l'automne dernier, a été conçu pour exercer un effet moins expansionniste que celui de 1968. Néanmoins, comme il a été établi avant que l'économie n'ait atteint un état de surchauffe, il prévoyait une augmentation des dépenses de 8% et un déficit global de FL 2,5 milliards. Les mesures budgétaires prises depuis lors tendront à réduire ce déficit, et il en sera probablement de même pour certaines compressions des dépenses projetées. En outre, le gouvernement a fait connaître son intention de recourir davantage au marché des capitaux pour assurer la couverture de ses besoins financiers.

Danemark. La pression de la demande s'était quelque peu atténuée en 1967, la consommation ayant connu un ralentissement après l'entrée en vigueur de la taxe à la valeur ajoutée, et les investissements du secteur privé ayant diminué sous l'effet des restrictions de crédit. Cependant, les efforts déployés pour mettre un terme à l'inflation accentuée des coûts de production, qui se prolongeait depuis des années, n'ont donné que de médiocres résultats. Mais c'est avant tout la dévaluation de la livre sterling qui a déterminé les autorités à modifier la parité de la couronne danoise de 7,9%, soit d'un peu plus de la moitié du pourcentage

de dévaluation de la monnaie britannique. Les marges bénéficiaires des commerçants ont été immédiatement bloquées; en décembre, la Nationalbank a porté son taux d'escompte officiel de 6 ½ à 7 ½ %, et a cessé d'intervenir sur le marché pour soutenir les cours des obligations. Mais il a fallu attendre février 1968 pour que soit défini un programme de stabilisation, prévoyant l'extension du contrôle des prix et des bénéfices, et la majoration de 10 à 12 ½ % de la taxe à la valeur ajoutée à partir du début du nouvel exercice budgétaire en avril. Cette dernière mesure, jointe aux économies réalisées sur les dépenses, devait permettre de dégager un excédent budgétaire de KR D 445 millions pour l'exercice 1968-69 (contre un déficit de KR D 350 millions pour l'exercice 1967-68).

La consommation est restée stationnaire pendant le premier semestre de 1968 et le chômage s'est quelque peu accru. La politique fiscale étant plus restrictive, les autorités ont estimé qu'un assouplissement des conditions d'octroi du crédit pouvait aider la reprise de l'investissement. Aussi, la Nationalbank a-t-elle réduit son taux d'escompte de 7 ½ à 6 % en trois étapes, en mars, juin et août. En février, l'obligation prescrite en 1965 de déposer auprès de la Nationalbank ou d'employer à l'amélioration de la position nette des banques à l'étranger 20 % de toute augmentation des dépôts auprès des banques commerciales et des caisses d'épargne, a été supprimée pour les dépôts à douze mois d'échéance; en août, ce pourcentage a été ramené à 10 % pour les autres dépôts. Les entreprises danoises ont été autorisées à emprunter à l'étranger à partir de juillet, et la plupart des restrictions frappant les émissions danoises d'obligations ont été supprimées par étapes entre mars et septembre.

Les exportations industrielles ont largement bénéficié de la dévaluation et, pendant le second semestre de 1968, le rythme de l'investissement privé et des mises en chantier de logements a commencé à s'accélérer. Le développement d'activité a été également stimulé par une augmentation importante des dépenses publiques, notamment de celles des administrations locales, qui ont profité des conditions plus aisées d'accès au crédit. De plus, les chiffres révisés concernant l'exécution du budget du gouvernement central ont fait ressortir un déficit appréciable, au lieu de l'important excédent de trésorerie primitivement prévu. Le mouvement des prix a été maîtrisé progressivement au cours de l'année et, en novembre, le contrôle des prix et des bénéfices a été prolongé, avec certaines modifications, jusqu'en juillet 1969.

Les taux d'intérêt à long terme ont baissé jusqu'à la fin de l'été, mais ils ont commencé ensuite à subir des pressions du fait de la progression rapide des nouvelles émissions, consécutive à l'assouplissement des contrôles imposés à celles-ci. Aussi, la Nationalbank a-t-elle repris ses interventions sur le marché des obligations et absorbé près de la moitié des émissions offertes pendant les quatre derniers

mois de 1968. Pour compenser en partie le gonflement des liquidités bancaires résultant de ces opérations, il a été convenu avec les banques commerciales et les caisses d'épargne que celles-ci constitueraient auprès de la Banque centrale des dépôts à échéance d'un à cinq ans, pour un montant global de KRD 1.000 millions. Sur ce total, KRD 700 millions avaient déjà été déposés à la fin de 1968, mais le portefeuille-titres de la Nationalbank s'est accru de KRD 2.150 millions pour l'ensemble de l'année. La détérioration de la position nette du Trésor à l'égard de la Banque centrale a constitué pour les banques une autre source de liquidité. En conséquence, la progression des dépôts auprès des banques commerciales, facilitée par la préférence marquée du public pour la détention d'avoires sous forme liquide, a été de 17% en 1968, contre 11% en 1967. D'autre part, comme leurs avances ont augmenté de 9½%, soit à peu près à la même cadence qu'en 1967, les banques commerciales ont été en mesure d'accroître leurs investissements. De plus, leur liquidité primaire s'est sensiblement gonflée au cours de l'année.

Fin 1968-début 1969, la production intérieure et les importations se sont accélérées et, tandis que se produisaient d'importantes sorties de capitaux, les réserves officielles ont commencé à fléchir fortement. En février, la Banque centrale a invité les banques à réduire d'un cinquième environ leurs avoirs en devises et, pour les encourager à lui confier des fonds en dépôt, elle a amélioré les conditions de rémunération offertes. Le projet de budget pour l'exercice 1969-70 prévoit un excédent de KRD 180 millions qu'un freinage du rythme de croissance des dépenses devrait permettre de dégager. Toutefois, le gouvernement désirait continuer à favoriser les investissements par une action sélective et, à cet effet, il s'est efforcé d'empêcher une hausse des taux d'intérêt à long terme. Aussi la Nationalbank, après avoir dû acheter de nouveau d'importantes quantités d'obligations pour soutenir le marché, a-t-elle convenu avec les banques et les établissements de crédit hypothécaire que le crédit bancaire remplacerait désormais les prêts hypothécaires pour le financement de la construction pendant la période des travaux. En outre, des restrictions ont été de nouveau imposées aux emprunts des collectivités locales.

A la fin de mars, en même temps que les taux d'intérêt débiteurs des banques étaient relevés, le taux d'escompte officiel a été porté à 7%. Bien que son objectif immédiat ait été de redonner aux capitaux à court terme, attirés par les hausses des taux d'intérêt à l'étranger, une incitation à s'employer dans le pays, cette mesure s'est révélée correspondre à des considérations d'ordre intérieur. Le 12 mai, après avoir subi de nouvelles et lourdes pertes de réserves en devises, la Banque centrale a porté le taux de l'escompte à 9%. De plus, le gouvernement a annoncé des majorations sélectives d'impôts et des compressions de dépenses publiques, qui doivent rapporter

au total KRD 800 millions pour l'exercice 1969-70. Peu après, la Nationalbank a conclu avec les banques et les caisses d'épargne une série d'accords en vertu desquels la mesure, prise en août 1968, portant assouplissement de l'obligation de constitution de réserves, est rapportée et remplacée par une décision en sens inverse, avec effet rétroactif. En outre, le coefficient de réserves est porté, à titre temporaire, à 30% pour tout accroissement du volume des dépôts à partir d'avril 1969. Simultanément, des restrictions ont été apportées aux possibilités, pour les établissements de crédit, de satisfaire aux obligations de réserves en plaçant des capitaux à l'étranger, mais ils peuvent dorénavant, pour s'acquitter de ces obligations, déposer à la Banque centrale des valeurs à revenu fixe ayant moins de trente années à courir.

Norvège. En 1968, après plusieurs années de progrès rapides et continus, le taux d'expansion de la production a sensiblement fléchi. Les exportations ont continué à augmenter, mais la demande interne s'est affaiblie, principalement en raison d'une diminution des investissements fixes, accompagnée d'un ajustement des stocks et d'un ralentissement de la consommation.

Au début de 1968, les autorités avaient conçu une politique monétaire et budgétaire tendant à réduire quelque peu la pression des divers éléments de la demande. Dans le budget de l'Etat, les dépenses devaient augmenter moins vite, malgré un accroissement prévu des prêts aux banques d'Etat, notamment pour le logement. Quant à la politique du crédit, son objectif était de limiter en 1968 l'expansion des prêts des banques commerciales et des caisses d'épargne au niveau atteint en 1967. Pour faire observer cette limitation, les autorités ont renoncé au système des conventions officielles avec les banques, préférant appliquer à un niveau plus élevé les coefficients minima de liquidité, qui avaient été fixés à la fin de 1967.

L'expansion s'étant considérablement ralentie pendant l'année, la durée normale de la semaine de travail a été ramenée de 45 heures à 42 heures et demie en juillet, sans qu'il en résulte de tensions sur le marché de la main-d'œuvre. Les investissements ont fléchi progressivement, au fur et à mesure de l'achèvement d'un certain nombre de grands projets, de sorte qu'en automne, le gouvernement a été amené à stimuler quelque peu la demande. Des moyens financiers supplémentaires ont été fournis pour la mise en route de plans spécialement destinés à créer des emplois, les contingents fixés aux prêts hypothécaires et aux émissions d'obligations ont été élargis, les banques d'Etat ont accéléré l'octroi de crédits destinés à de nouveaux projets d'investissement, et la Norges Bank a libéré, aux fins d'investissement, environ KRN 200 millions qu'elle détenait en comptes bloqués. En raison principalement des dépenses supplémentaires, les besoins globaux de financement

de l'Etat en 1968 se sont révélés bien supérieurs aux prévisions initiales. Le budget de 1969, présenté en octobre, a prévu la poursuite de l'action stimulante, principalement au moyen d'une augmentation des dépenses, de l'accroissement des prêts aux banques d'Etat et d'un allègement de l'impôt sur le revenu, encore que certains impôts indirects aient été majorés.

En 1968, les prêts des banques commerciales et des caisses d'épargne au secteur privé ont d'abord progressé lentement, puis leur rythme s'est accentué quelque peu au dernier trimestre; pour l'ensemble de l'année, la cadence d'accroissement a été de 9% environ, et a correspondu, grosso modo, à celle qui était envisagée au début de l'année, et à celle qui avait été enregistrée en 1967. Etant donné, d'autre part, que l'excédent confortable de la balance des paiements et un important prélèvement sur les avoirs du Trésor à la Norges Bank ont contribué à renforcer la liquidité, les dépôts dans les banques commerciales et les caisses d'épargne ont progressé de 13,6% en 1968, contre 10% en 1967. Les banques ont ainsi pu améliorer nettement leur position à l'égard de l'étranger et augmenter leurs avoirs liquides, particulièrement vers la fin de l'année. Leur portefeuille d'obligations norvégiennes, assorties d'un taux d'intérêt relativement bas, ne s'est guère accru.

Au cours de l'année 1968, un meilleur équilibre de l'économie s'est manifesté par un ralentissement de la hausse des prix, une atténuation des pressions sur le marché du travail et un renforcement de l'excédent de la balance commerciale. Vers la fin de l'année, certains indices ont permis de constater que la courbe de l'activité se relevait quelque peu. Pour 1969, les autorités, préférant asseoir l'expansion sur de grands projets d'investissement qui nécessitent un financement à long terme, ont conçu leur politique du crédit de façon à éviter que l'expansion des prêts bancaires ne s'accélère; en conséquence, elles ont fixé à KRN 1.800 millions, soit environ 8%, la limite recommandée aux banques et aux caisses d'épargne pour le développement de leurs encours.

Suède. La production, dont l'expansion était freinée par la faiblesse de l'investissement dans le secteur privé, a continué de progresser assez lentement au début de 1968. La pression de la demande et des prix ayant sensiblement baissé, le gouvernement a soutenu quelque peu la demande de façon sélective par sa politique budgétaire et sa politique du logement, mais en s'efforçant soigneusement d'éviter de provoquer une nouvelle surchauffe générale. La politique monétaire est devenue, elle aussi, moins restrictive, une fois passées les difficultés survenues à la fin de 1967 sur le marché des changes et, en février, la Riksbank a ramené son taux d'escompte de 6 à 5½%. En revanche, est restée en vigueur la

réglementation prévoyant des taux de pénalisation à la charge des banques commerciales lorsque leur endettement auprès de la Banque centrale dépasse certaines limites.

Bien que prévoyant une augmentation des dépenses consacrées aux programmes de création d'emplois et d'équipement de l'infrastructure, le budget de l'Etat présenté en janvier pour l'exercice débutant en juillet 1968 a été conçu en vue d'une réduction du déficit global. L'impôt sur le chiffre d'affaires devait être remplacé par une taxe à la valeur ajoutée, que venait compléter, à partir de janvier 1969, une taxe de 1% sur les salaires payés par les employeurs. Mais, la nouvelle taxe était remboursable quand elle s'appliquait aux biens d'équipement et, pour stimuler provisoirement l'investissement, un amortissement de 10%, non soumis à l'impôt, a été autorisé sur les achats de machines effectués en 1968.

Au début, la reprise a été lente. Devant la recrudescence du chômage, le gouvernement a pris, au printemps, des mesures sélectives de relance: la date de passation de certaines commandes de l'Etat a été avancée, l'exécution du programme de construction de logements du secteur public a été accélérée, des fonds conservés par des entreprises industrielles auprès de la Riksbank à des comptes bloqués ont de nouveau été libérés, et la construction a été encouragée dans le secteur privé. Toutefois, la situation plus facile du marché de la main-d'œuvre en 1968 a nettement contribué à une stabilisation appréciable des prix et des salaires et, en octobre, la Riksbank a abaissé son taux d'escompte à 5%.

Suède: Flux nets de crédits.

Prêteurs	Années	Emprunteurs				Total
		Etat	Collectivités locales	Secteur du logement	Secteur des entreprises	
en millions de couronnes suédoises						
Riksbank	1967	330	20	140	160	655
	1968	1.230	10	110	30	1.380
Banques commerciales	1967	1.325	180	2.520	1.910	5.930
	1968	255	70	2.060	3.345	5.735
Autres banques	1967	290	835	1.920	785	3.825
	1968	510	600	2.280	830	4.215
Organismes publics d'assurances	1967	240	460	1.665	1.805	4.170
	1968	535	495	2.785	1.880	5.690
Organismes privés d'assurances	1967	30	95	680	670	1.415
	1968	190	115	890	600	1.795
Divers	1967	850	55	95	545	1.360
	1968	650	75	20	390	1.095
Total	1967	3.010	1.645	6.830	5.875	17.355
	1968	3.370	1.365	8.105	7.070	19.905

A la faveur d'une amélioration des exportations, la demande s'est progressivement renforcée au cours du second semestre de l'année. Une accélération de la consommation privée et de l'investissement public, ainsi que de nouveaux progrès dans le secteur du logement, ont plus que compensé la baisse de l'investissement privé pour l'ensemble de l'année, de sorte qu'en 1968 le produit national brut en termes réels s'est accru de 3½%, contre 2½% en 1967.

Les concours accordés à l'économie par l'appareil de distribution du crédit ont augmenté de KRS 19,9 milliards en chiffres nets, contre KRS 17,3 milliards en 1967 et KRS 12,7 milliards en 1966. Les emprunts des secteurs du logement et des entreprises se sont fortement accrus. Les entreprises ont eu moins recours au marché financier, tandis que le secteur de la construction développait fortement ses émissions d'obligations. En même temps, principalement à cause de la demande émanant des entreprises, l'expansion des avances des banques commerciales s'est accélérée, passant de 12% en 1967 à 17% en 1968. Les banques commerciales ont pu enregistrer une progression aussi forte de leurs avances en limitant leurs acquisitions d'éléments d'actif liquides à KRS 816 millions en 1968, contre KRS 3.246 millions en 1967. Les besoins d'emprunt du gouvernement ont été plus élevés en 1968 et, par rapport à 1967, la part des banques commerciales dans leur financement a été moins importante, tandis que celle de la Banque centrale et des autres établissements financiers s'est accrue. Les banques ayant réduit leurs achats d'obligations, l'accroissement considérable des nouvelles émissions de l'Etat et du secteur du logement a été financé, en grande partie, par l'intermédiaire de la Caisse Nationale des Retraites.

Au début de 1969, l'expansion de la production s'était intensifiée, et une augmentation toujours plus rapide des importations suscitait une inquiétude croissante. Pour cette raison, et aussi à cause d'une recrudescence des sorties de capitaux, la politique monétaire est devenue plus restrictive et, en février, la Riksbank a porté son taux d'escompte à 6%. De plus, pour contrôler efficacement la liquidité bancaire, et aussi pour renforcer le marché des obligations immobilières, l'observation par les banques de coefficients de liquidité, qui n'était jusqu'à présent qu'une simple recommandation, est devenue une obligation légale comportant, en cas d'insuffisance de liquidités, un taux de pénalisation de 4%. Les coefficients, dont la définition est restée à peu près la même qu'auparavant, sont toujours de 30% pour les grandes banques. Sur certains points cependant, ils ont été renforcés; c'est ainsi que les créances nettes en devises des banques suédoises sur les banques étrangères ne peuvent être admises comme avoirs liquides que pour un montant équivalant à 1½% du total de leurs engagements. En outre, les organismes d'épargne et d'assurances, ainsi que la Caisse Nationale des Retraites, se sont engagés, en accord avec la Riksbank, à placer les

deux tiers de l'accroissement de leurs actifs globaux sous forme d'obligations d'Etat et d'obligations immobilières. Afin de permettre la reprise souhaitée des investissements privés, les autorités ont établi, pour 1969-70, des prévisions budgétaires comportant un certain nombre d'économies et une réduction du déficit global.

Finlande. En raison de la contraction de l'investissement productif, l'expansion s'était ralentie en 1967, alors que la balance des paiements restait défavorable jusqu'à la dévaluation du mark finlandais en octobre. Les mesures prises alors ont réussi à freiner la consommation et, du fait du maintien d'une politique de crédit restrictive, la demande d'origine intérieure est restée déprimée au cours des premiers mois de 1968. Cet état de dépression n'a pas empêché une forte hausse des prix, consécutive à la dévaluation, jusqu'à la mise en route d'un vaste programme en avril 1968.

Le programme a prévu l'abandon du système d'indexation sur les salaires, les dépôts en banque, les émissions d'obligations du Trésor et la plupart des autres conventions. Il a prévu également, jusqu'à la fin de 1969, une limitation de la hausse des salaires et des prix agricoles, ainsi qu'un blocage des autres prix, des loyers et des taux débiteurs des banques. Les autorités se sont engagées à limiter l'accroissement de leurs propres dépenses et les émissions d'emprunts, ainsi qu'à éviter de modifier la fiscalité avant la fin de 1969.

Pendant toute l'année 1968, la politique monétaire s'est efforcée d'éviter un accroissement marqué des liquidités bancaires. Toutefois, comme les autres mesures de stabilisation contribuaient à ralentir l'expansion de la demande, des assouplissements ont pu être admis au cours de l'année. L'octroi de crédits à l'importation d'une durée maximum de six mois a été autorisé à partir du début de l'année et, pour lutter contre l'aggravation du chômage, la Banque de Finlande a affecté MF 170 millions au financement d'investissements industriels et de la construction de logements. Il a été mis fin, en juin, à l'obligation faite aux banques, en vertu d'une convention conclue en 1966, d'effectuer des versements en comptes spéciaux à la Banque de Finlande, en fonction de l'accroissement de leurs dépôts; par la suite, un quart des sommes ainsi déposées a été débloqué au cours du second semestre. D'autre part, le Trésor a remboursé MF 100 millions sur l'avance spéciale que la Banque de Finlande lui avait accordée en 1966. Bien que le prélèvement institué après la dévaluation ait vu son taux ramené, en trois étapes, de 11 à 4% en 1968, et qu'il ait été complètement supprimé à la fin d'avril 1969, l'accumulation progressive, à un compte spécial du Trésor auprès de la Banque de Finlande, du produit non utilisé de ce prélèvement a sensiblement limité la contribution de l'excédent de la balance des paiements à l'expansion des liquidités bancaires.

Grâce à la politique suivie, l'économie a atteint en 1968 un haut niveau d'équilibre et de stabilité; le mouvement de hausse des prix s'est sensiblement ralenti et l'indice des prix à la consommation, qui avait monté de 4,4% pendant les quatre premiers mois de 1968, n'a progressé que de 1,2% pendant le reste de l'année. Un frein a été mis à la consommation du secteur privé et à l'investissement public, la balance des paiements s'est améliorée et l'investissement privé a donné des signes de reprise vers la fin de l'année. Les dépôts à vue du système bancaire se sont fortement accrus, mais le rythme de progression des prêts au secteur privé a été inférieur à 6%, alors qu'il avait dépassé 12% tant en 1966 qu'en 1967. Les présentations d'effets au réescompte à la Banque centrale ont diminué de MF 250 millions pour s'établir au total à MF 618 millions pour l'année.

Au début de 1969, la production a progressé plus rapidement. Le budget de l'Etat pour 1969 prévoit une réduction de l'ensemble des dépenses, et des besoins d'emprunt inférieurs à ceux qui se sont effectivement manifestés en 1968. Ces réductions sont imputables, en partie, au fait que certains postes de dépenses et de crédits ne figurent plus dans le budget proprement dit, mais d'importantes économies ont été également réalisées. D'après des estimations récentes, il apparaît, toutefois, que les besoins d'emprunt de l'Etat ne seront pas sensiblement inférieurs à ceux de 1968.

Espagne. A la suite des mesures de restriction prises antérieurement, le rythme d'expansion de la production s'était notablement ralenti en 1967, en raison principalement d'une diminution des investissements productifs. En même temps que la peseta était dévaluée parallèlement à la livre sterling, des mesures ont été prises en vue de freiner la croissance de la consommation et de mettre fin à la course ininterrompue entre les salaires et les prix, tout en stimulant les investissements de façon sélective. La sévérité des conditions des ventes à tempérament a été accrue et les augmentations, qui devaient être accordées aux salariés et retraités du secteur public, ont été différées. De plus, le blocage des prix et des revenus des particuliers a été décrété jusqu'à la fin de 1968; cette mesure a été complétée par un dispositif de soutien comprenant des subventions aux importations, des aménagements de droits de douane, des taxes frappant certaines exportations. Une surtaxe temporaire de 10% a été instituée sur une partie des bénéfices réalisés par les entreprises en 1968, mais les provisions d'amortissement et les avantages fiscaux spéciaux en faveur des investissements ont été relevés et le programme de construction de logements subventionné par l'Etat a été élargi. Le taux d'escompte de la Banque d'Espagne a été relevé de 5 à $5\frac{5}{8}\%$ pour les effets de commerce et de $5\frac{3}{4}\%$ à $6\frac{3}{8}\%$ pour les effets financiers. En même temps,

les taux débiteurs des banques ont été majorés d'un demi-point, et les taux d'intérêt créditeurs sur les dépôts à terme d'un point.

Sous l'impulsion du développement des exportations, la production industrielle a repris sa marche ascendante au début de 1968, mais les investissements productifs n'ont pas retrouvé leur vigueur et, à l'automne, le gouvernement a annoncé d'autres mesures d'encouragement, sous forme de subventions, de crédits accordés par le secteur public et de dégrèvements d'impôts, en faveur des investissements réalisés dans les pôles de développement industriel. En raison de la forte progression des dépenses publiques et de la construction de logements, le rythme d'expansion de la production intérieure et des importations s'est accéléré pendant le second semestre de l'année. La consommation privée semble également s'être redressée. En novembre, les impôts sur le tabac et les objets de luxe ont été relevés en moyenne de 20%.

Toutefois, la reprise étant encore aux premiers stades, aucune tension ne s'est manifestée sur le marché du travail. Grâce au contrôle des prix, la hausse de l'indice du coût de la vie en 1968 a été maintenue à moins de 3%, alors qu'elle avait été en moyenne de 6% pendant la période 1966-67. Le blocage général des salaires a été supprimé au début d'octobre, c'est-à-dire avant la date prévue, mais les augmentations de salaires ont été plafonnées pour 1968 et 1969, tandis que le contrôle des prix a été prolongé jusqu'à la fin de 1969. Le salaire minimum journalier national, qui avait été augmenté de 14% en 1967, est resté sans changement en 1968, mais a été porté à PTA 102, à dater de janvier 1969, ce qui représente une majoration de 6,25%. En même temps, toutefois, l'impôt sur le revenu du travail devait être étendu aux travailleurs manuels.

L'excédent de la balance des paiements a contribué, en partie, à l'augmentation importante de la liquidité de l'économie en 1968. Mais les crédits accordés aux divers secteurs de l'économie interne ont également joué un rôle capital. Les dépenses du gouvernement central ont enregistré, en 1968, un accroissement qui a porté surtout sur les prêts et les transferts, tandis que ses recettes diminuaient. Le déficit du budget s'est accru, passant de PTA 29,9 milliards en 1967 à PTA 42,7 milliards. Il a été financé, pour une part croissante, par le placement de titres, principalement à des banques, alors que le Trésor réduisait ses appels à la Banque centrale. En revanche, les organismes autonomes du secteur public ont de nouveau recouru largement aux facilités de cette dernière, et le volume des crédits mobilisables auprès de la Banque d'Espagne a fortement augmenté.

La demande de crédit s'est intensifiée pendant le second semestre, et les prêts au secteur privé ont enregistré un accroissement de près de 20% en 1968, contre 18% en 1967. Les prêts ordinaires consentis au secteur public par les

établissements de crédit ont augmenté, quant à eux, d'environ 20% contre 14% l'année précédente, et ont revêtu principalement la forme d'achats de valeurs mobilières. La proportion des dépôts que les banques sont tenues d'investir en titres d'Etat a été relevée en 1968 de deux points en deux étapes, comme en 1967, et doit être encore majorée d'un point, avec effet à fin juin 1969, pour atteindre 22%. Par suite des changements intervenus dans la structure des taux d'intérêt, les dépôts à terme et d'épargne se sont accrus en 1968 aux dépens des dépôts à vue, dont la croissance a été plus lente, encore que, vers la fin de l'année, le rythme d'expansion de ces derniers se soit également accéléré. Au total, pour l'ensemble de 1968, les disponibilités monétaires et quasi monétaires ont augmenté de près de 19% contre 15% environ en 1967.

Au début de 1969, la légère récession antérieure a été surmontée, et la production globale a probablement retrouvé un rythme d'expansion voisin de celui d'avant 1967.

Portugal. La reprise de la production intérieure, qui avait commencé en 1967 avec l'essor de la production agricole, s'est quelque peu consolidée en 1968. La consommation d'une part, et la reconstitution des stocks d'autre part, en ont été apparemment les principaux moteurs. L'investissement fixe semble avoir généralement manqué de vigueur et le développement des exportations et du tourisme s'est ralenti. La hausse des prix à la consommation, un peu plus rapide que l'année précédente, a été liée à l'évolution de l'offre de produits alimentaires et à l'activité de la construction, mais elle s'explique également par d'importants rajustements de salaires opérés dans certains secteurs-clés.

On estime que les dépenses ordinaires et extraordinaires de l'administration centrale ont augmenté en 1968 de près de 10%, contre 18% environ en 1967. Ce fléchissement du rythme d'expansion des dépenses de l'Etat résulte, en partie, d'une stabilisation des rémunérations des salariés du secteur public faisant suite aux augmentations dont ces derniers avaient bénéficié en 1966 et, en partie, d'un ralentissement de l'investissement public. Les impôts sur les bénéfices industriels et commerciaux ont été majorés en avril 1968. En revanche, les exonérations d'impôts au profit des investissements et de l'agriculture ont été augmentées au titre du même exercice. Le total des recettes ordinaires et extraordinaires (qui comprend certains emprunts) a progressé plus lentement, et l'excédent du budget général a été un peu inférieur à celui de 1967.

Bien que le renforcement des réserves monétaires et les avances de la Banque centrale aient légèrement moins contribué à la formation des liquidités bancaires en 1968, les disponibilités monétaires et quasi monétaires ont progressé de quelque 13%, contre 11% environ en 1967. Cette évolution s'explique surtout par un

fort accroissement des disponibilités quasi monétaires, qui semble avoir été lié à l'arrêt, en 1968, du mouvement d'expansion des emplois de capitaux en placements directs à long terme sur le marché financier sous d'autres formes que des prêts hypothécaires. En même temps que ce changement de répartition des placements se produisait, les crédits accordés par le système bancaire au secteur privé, essentiellement par la voie de l'escompte d'effets de commerce, ont progressé de quelque 16% en 1968, contre 7% seulement l'année précédente. Les banques commerciales ont également pu améliorer leur position nette envers l'étranger et accroître les avoirs liquides dont elles peuvent disposer librement.

Certaines mesures ont été prises en avril 1969 pour améliorer l'efficacité de l'appareil de distribution du crédit. Les facilités de crédit à plus long terme ont été élargies: les banques ont été autorisées à octroyer des crédits d'une durée de deux à cinq ans pour un montant supérieur à celui de leurs fonds propres et la Caisse Générale des Dépôts, des Crédits et des Pensions a fait l'objet d'une réorganisation qui lui a permis d'étendre le champ de ses activités de prêt.

Le budget de 1969 a été conçu pour stimuler les investissements de façon sélective; son total sera, d'après les prévisions, en augmentation de 13,4%. Du côté des dépenses, les affectations aux investissements publics enregistreront un accroissement relativement important; en outre, de nouveaux avantages fiscaux sont prévus pour stimuler les investissements dans le secteur privé. Pour compenser une majoration des traitements et avantages des fonctionnaires, le taux de certains impôts (notamment la taxe complémentaire sur les revenus des personnes physiques et l'impôt sur les tabacs) a été relevé.

Europe de l'Est.

La monnaie a joué, pendant longtemps, dans l'ensemble du système économique de l'Europe de l'Est, le rôle d'une variable dépendante. Le plan établi, chaque année, par les instances centrales, a été l'instrument essentiel de la politique économique. Ses objectifs étaient exprimés, en grande partie, en termes de volume, et il était subdivisé en instructions détaillées que chaque entreprise productrice était tenue d'observer. Le système bancaire était avant tout chargé de surveiller l'application de ces instructions, sur la base de plans financiers correspondants, en exerçant son influence par l'intermédiaire du contrôle du crédit. Le budget était le principal instrument de répartition des ressources d'investissement. Les réformes économiques en cours de réalisation actuellement dans toute la zone, dont la caractéristique commune est de conférer aux entreprises plus d'autonomie, comportent nécessairement l'introduction de changements notables dans les dispositifs de distribution du crédit.

Le pays le plus avancé dans la voie des réformes est la Yougoslavie, où la politique du crédit, dont les moyens d'action sont constitués par le contrôle sur la liquidité des banques et par les taux d'intérêt, est peut-être, à l'heure actuelle, le principal instrument de contrôle du niveau de l'activité économique. En Tchécoslovaquie comme en Hongrie, où l'accent est mis plus qu'ailleurs sur la gestion macro-économique, il semble que la politique du crédit, y compris l'utilisation plus souple des taux d'intérêt, sera en fin de compte utilisée à la fois comme un instrument contribuant à influencer la demande globale, et comme un moyen permettant de répartir les ressources financières en observant davantage que dans le passé le critère de rentabilité. Dans d'autres pays, où les réformes semblent actuellement moins radicales, l'octroi de ressources à long terme est de plus en plus assorti d'intérêts et d'obligations de remboursement et, d'une façon plus générale, le rôle du crédit bancaire s'étend constamment. Ces changements sont liés à l'importance croissante que l'on accorde aux résultats financiers parmi les indices représentatifs de l'efficacité de l'entreprise. Si on laisse cette notion influencer l'évolution économique, il semble que l'on puisse s'attendre à des changements d'une plus vaste portée dans le système monétaire, bien que la rationalisation du mécanisme de fixation des prix demeure le principal problème. La situation est encore trop mouvante pour que l'on puisse esquisser l'évolution que pourraient subir dans l'avenir les systèmes monétaires en Europe de l'Est, et un certain temps s'écoulera encore avant que l'on puisse discerner nettement les répercussions des réformes économiques.

Sur le plan de l'activité productive, au cours de l'an dernier, on note une tendance générale à un nouveau fléchissement du taux de croissance de la production globale à la suite du ralentissement enregistré en 1967. Au début des années 1960, le rythme de l'expansion économique avait notablement baissé, mais il s'était fortement accru en 1966. L'année 1967 a été marquée par un nouveau recul, essentiellement dû au fait que la production agricole s'est stabilisée au niveau record atteint l'année d'avant. En 1968, en revanche, alors qu'à nouveau les résultats du secteur agricole n'étaient pas particulièrement favorables, le ralentissement de la production a été plus étroitement lié à celui de l'expansion industrielle.

Dans certains des pays les plus importants, ce ralentissement s'est accompagné d'une accélération, non prévue dans les plans, de la croissance des revenus nominaux, génératrice d'importants déséquilibres sur les marchés des biens de consommation. Tel a été le cas en *Union Soviétique*, où un fléchissement du taux d'amélioration de la productivité, qui est tombé à 5%, a fait reculer le taux de croissance de la production industrielle, de 10% en 1967 à 8% en 1968. En même temps, en partie à cause d'un relèvement marqué des plus bas salaires, les gains

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

Pays	Produit matériel net			Production industrielle globale			Production agricole globale		
	1966	1967	1968	1966	1967	1968	1966	1967	1968
	augmentations annuelles en termes réels, en pourcentages								
Albanie	9,0	7,5	11,0	12,0	12,8	19,0	12,5	12,0	2,5
Bulgarie	11,1	9,0	6,5	12,4	13,4	11,8	14,3	3,5	- 8,7
Hongrie	8,4	8,7	5,0	6,7	8,7	4,9	8,0	1,0	1,0
Pologne	7,2	5,6	8,0	7,4	7,7	9,3	5,4	2,3	4,4
République démocratique allemande	5,3	5,8	5,3	6,3 ¹	6,5 ¹	6,1 ¹	.	.	.
Roumanie	10,0	7,0	7,0	11,7	13,5	11,6	14,0	1,8	- 3,6
Tchécoslovaquie	10,2	6,9	7,0	7,4	7,1	5,2	11,1	5,5	3,6
U.R.S.S.	7,5 ²	7,0 ²	7,2 ²	8,7	10,0	8,3	8,9	1,6	3,5
Yougoslavie	8,6 ³	1,0 ³	4,0 ³	4,0	0,5	6,6	16,6	- 1,4	- 3,0

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

² Produit matériel net distribué. ³ Produit matériel brut.

Source: Nations Unies, Commission Economique pour l'Europe, *Etude sur la situation économique de l'Europe en 1968*.

nominaux moyens ont enregistré une progression allant jusqu'à 7 ½ %, alors que la hausse moyenne avait été d'environ 4 % pendant les quatre années précédentes. Sous l'effet de cette forte augmentation des gains et d'un accroissement simultané de 3 ½ % de l'emploi, la demande a, semble-t-il, exercé une pression sur le marché des biens de consommation, malgré l'attention de plus en plus grande qui est apportée à cette catégorie de biens. Dans une économie planifiée, il est possible de supprimer dans une mesure appréciable les réactions habituelles d'un marché qui se manifestent par des hausses de prix ou par une accélération des importations. Il semble toutefois que, l'an dernier, en Union Soviétique, la pression de la demande se soit exprimée en partie sous forme d'une hausse des prix non prévue dans le plan car, pour la première fois depuis de nombreuses années, les gains réels ont moins progressé que les gains nominaux. Le prochain plan annuel prévoit une politique d'ajustement de ces distorsions à court terme: en 1969, par conséquent, la hausse des gains moyens doit être ramenée à 3 %, l'emploi doit augmenter de moins de 1 ½ % et la productivité doit s'améliorer de près de 6 %. De plus, la production des biens de consommation doit, pour la seconde année de suite, progresser un peu plus que celle des biens d'équipement.

Des tensions analogues sont apparues aussi l'an dernier sur les marchés des biens de consommation en Tchécoslovaquie, et peut-être également, à un degré moindre toutefois, en Hongrie. En *Tchécoslovaquie*, la production a été complètement bouleversée en août, avec la crise politique, ce qui contribue à expliquer pourquoi le taux d'amélioration de la productivité a fléchi à 4 % en 1968, et pourquoi celui de l'expansion industrielle est tombé à un niveau à peine supérieur

à 5%. La progression des salaires nominaux moyens s'est, en revanche, intensifiée, dépassant 8%, peut-être par suite de la plus grande autonomie dont jouissent les entreprises depuis les réformes. L'influence de la hausse des salaires sur les dépenses de consommation a été accentuée tant par une progression, d'une rapidité inaccoutumée, des revenus du secteur agricole que par un mouvement important de réalisation des épargnes, qui a coïncidé avec la crise politique. Malgré l'accroissement sensible de la demande, l'indice du coût de la vie n'est monté que de 1,2% en 1968, et c'est principalement au prix de l'épuisement des stocks et d'une détérioration de l'excédent de la balance commerciale que la pression a été atténuée. La demande a cependant continué d'être excessive en 1969 et, en mai, des hausses de prix plus importantes ont été annoncées. En Hongrie, le taux de croissance de la production industrielle par individu est tombé à 1% seulement l'an dernier — en partie à cause d'une réduction des heures de travail — et l'accroissement de 5% de la production totale a été dû principalement à une forte augmentation de l'emploi. Par conséquent, bien que les salaires n'aient été majorés que de 2% en moyenne, la masse salariale globale dans l'industrie s'est considérablement gonflée. De plus, les ajustements de prix, dans le secteur agricole, ont provoqué un accroissement d'environ 20% des revenus des paysans. En même temps, l'expansion de la production dans les industries alimentaires et les industries légères s'est ralentie en 1968, avec des taux respectifs de 4% et de moins de 3%.

Dans les autres pays à économie planifiée, les tensions ont pu, semble-t-il, s'atténuer en 1968 sur les marchés des biens de consommation, davantage peut-être du fait que les revenus réels et le niveau global de l'emploi ont été mieux contrôlés qu'à certaines époques antérieures, qu'en raison d'une amélioration des conditions d'approvisionnement. En revanche, les normes réelles de consommation ont partout enregistré une amélioration moins prononcée qu'en Union Soviétique et en Tchécoslovaquie. En République démocratique allemande, où le progrès économique, ces derniers temps, a été en général un peu plus lent, mais plus stable que dans d'autres pays de la zone, l'emploi a de nouveau très peu progressé. Bien que le relèvement des salaires les plus bas, intervenu depuis le milieu de 1967, et la majoration sensible des versements de primes aient déterminé une accélération des gains moyens en 1968, leurs progrès ont encore été quelque peu inférieurs à ceux de la production par individu. Tant en Roumanie qu'en Bulgarie, l'expansion industrielle s'est ralentie, sa cadence passant d'environ 13 1/2% en 1967 à 11 1/2% en 1968 et, dans ces deux pays, la production agricole, très affectée par la sécheresse, s'est inscrite en recul sensible. L'augmentation du niveau total de l'emploi a été plus modeste que dans le passé, et la demande des consommateurs a été, apparemment, contenue elle aussi, les augmentations de salaires ayant été très restreintes, alors que les prix ont subi des hausses

appréciables. Cette évolution a été particulièrement nette en Bulgarie, où l'indice du coût de la vie a monté de 5 points, de sorte que les salaires réels ont diminué de 3 % en 1968.

A l'inverse de la tendance observée dans les autres pays, on a constaté une accélération de la croissance économique en Albanie et en Pologne. En *Albanie*, elle s'explique par une progression de 19 % de la production industrielle. En *Pologne* également, la production industrielle a augmenté davantage qu'en 1967, le taux d'expansion ayant atteint près de 9 ½ %; en outre, le secteur agricole a enregistré une amélioration sensible. Toutefois, bien que la production totale nette se soit accrue de 8 % en 1968, contre 5 ½ % l'année précédente, les autorités n'ont permis qu'un relèvement de 1 ½ % des salaires réels, contre 2 ½ % en 1967. Le coût de la vie en Pologne a monté de 2 ½ % l'an dernier.

En *Yougoslavie*, malgré un certain recul dans le secteur agricole l'an dernier, la production totale a effectué un redressement remarquable, avec un taux de croissance de 4 %, alors qu'en 1967, elle avait été pratiquement stationnaire. Les autorités, après avoir ramené à un niveau raisonnable la pression excessive des salaires et des prix — engendrée par les réformes économiques radicales de 1965 — ont, fin 1967, imprimé une nouvelle orientation à leur politique monétaire qui, jusqu'alors très restrictive, a été axée sur l'expansion. Il en est résulté une amélioration notable de la liquidité des entreprises, qui a déterminé un essor de l'investissement fixe. D'autre part, l'emploi s'étant accru à partir du milieu de l'année, la demande des consommateurs s'est également accélérée. Pour l'ensemble de l'année, la production industrielle a augmenté de 6 ½ %, après avoir légèrement fléchi en 1967 et, vers la fin de 1968, son niveau était supérieur de plus de 10 ½ % au chiffre atteint un an auparavant. En raison de cette expansion, les prix à la production dans l'industrie ont repris leur mouvement ascendant au cours du second semestre de 1968, après un an et demi de stabilité et, en conséquence, la politique monétaire s'est de nouveau orientée, en automne, vers un resserrement modéré.

Le déficit de la balance commerciale de la Yougoslavie, que la stabilisation n'avait pas contribué à réduire en 1967, s'est encore aggravé en 1968, atteignant \$535 millions. Toutefois, cette détérioration a été de nouveau compensée en majeure partie par le gonflement des recettes invisibles nettes (provenant principalement du tourisme et des envois de fonds des travailleurs émigrés), de sorte que le déficit des opérations courantes a accusé une progression beaucoup plus faible, pour s'établir, en 1968, à \$110 millions environ. Mais, comme les entrées nettes de capitaux se sont quelque peu accélérées, la position extérieure globale a été à peu près équilibrée, et les réserves d'or et de devises convertibles de la Yougoslavie se sont renforcées de \$50 millions.

III. ÉCHANGES ET PAIEMENTS INTERNATIONAUX.

En 1968, la valeur des exportations mondiales a dépassé pour la première fois \$200 milliards. Elle a ainsi plus que doublé par rapport au chiffre noté dix ans auparavant. Le taux d'accroissement, après avoir atteint en moyenne 10% au cours de la période 1963-66, était tombé à 5% seulement en 1967, mais, l'an dernier, sous l'effet du climat d'expansion qui régnait dans les principaux pays industriels, en particulier aux Etats-Unis et en Allemagne, il est monté à 11%. La progression s'est accélérée pendant l'année, passant de 8% pendant le premier semestre à 18% durant le second. Le volume des exportations s'est accru de 12% en 1968, tandis que leur valeur unitaire fléchissait de 1%.

En 1967, le volume des exportations tant des pays développés que des pays en voie de développement s'était accru au même rythme modéré mais, l'an dernier, la progression a été de 13% pour les pays du premier groupe (soit près du triple

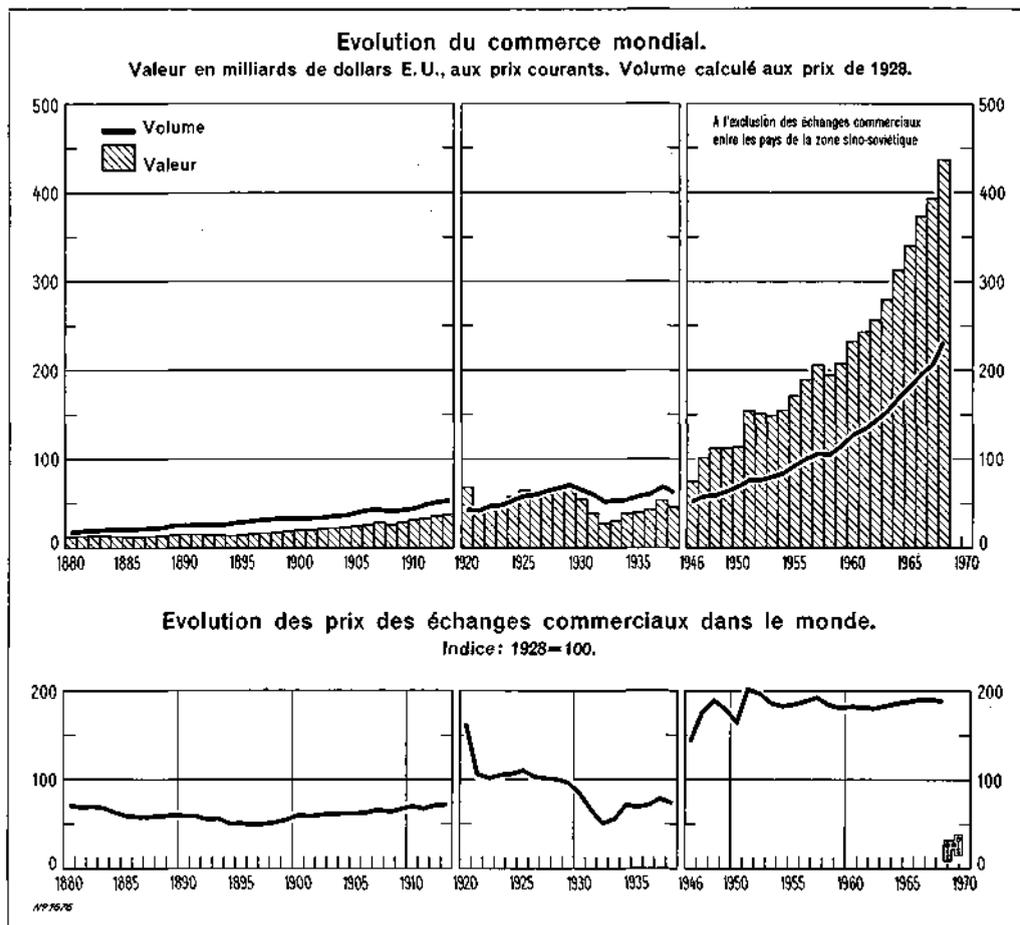
Commerce international.

Zones	Exportations			Importations			Variations du volume	
	1966	1967	1968	1966	1967	1968	des exportations	des importations
							en 1968	
en milliards de dollars E.U.							en pourcentages	
Zones développées								
Europe occidentale								
C.E.E.	52,7	56,1	64,2	53,7	55,0	62,0	16,0	14,0
A.E.L.E.	28,5	29,2	31,6	33,9	35,8	38,1	11,0	8,5
Autres pays	5,7	6,1	6,3	10,0	10,0	10,4	7,0	5,5
Total pour l'Europe occidentale	86,9	91,4	102,1	97,6	100,8	110,5	14,0	11,0
Etats-Unis	30,4	31,6	34,7	27,7	29,1	36,0	8,0	22,0
Canada	10,0	11,0	13,1	10,2	11,0	12,5	15,0	9,0
Japon	9,8	10,5	13,0	9,5	11,7	13,0	23,5	12,5
Autres zones ¹	6,0	6,4	6,7	7,3	7,8	8,2	6,0	7,0
Total pour les zones développées	143,1	150,9	169,6	152,3	160,4	180,2	13,0	13,0
Zones en voie de développement								
Amérique latine	11,0	11,0	11,5	9,7	10,3	11,2	3,0	7,0
Autres zones	27,3	28,6	31,5	30,2	31,5	33,7	10,0	8,0
Total pour les zones en voie de développement	38,3	39,6	43,0	39,9	41,8	44,9	8,0	8,0
Total général²	181,4	190,5	212,6	192,2	202,2	225,1	12,0	12,0

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

de l'accroissement de la production en termes réels) et de 8% pour ceux du second. L'évolution des valeurs unitaires a été en revanche un peu plus favorable pour les pays en voie de développement que pour les pays développés. Pour les premiers, la progression a été de 1%, en raison d'une hausse de 6% des prix des exportations de métaux de base non ferreux (cuivre principalement) et d'une légère hausse des prix des produits alimentaires. Pour les seconds, les valeurs unitaires ont reculé de 1% à la suite d'une légère baisse des prix à l'exportation des biens manufacturés et des matières premières, en particulier des denrées alimentaires.

L'expansion du commerce mondial, l'an dernier, a été plutôt exceptionnelle si on la compare à celle de ces dernières années; dans une perspective historique plus large, ce caractère exceptionnel est encore plus marqué. Le graphique ci-après retrace l'évolution du commerce mondial depuis 1880, première année pour laquelle on dispose d'un ensemble complet de données sûres. On peut distinguer trois grandes phases, entre lesquelles s'intercalent les deux guerres mondiales.



De 1880 à 1913, le volume du commerce mondial, exprimé en prix de 1928, a progressé lentement, à un taux moyen annuel de 3,5%. La courbe des prix a été légèrement orientée à la baisse de 1880 à 1896, mais, par la suite, cette tendance s'est renversée, de sorte que la valeur des échanges a augmenté plus rapidement pendant la seconde moitié de la période considérée que pendant la première.

Après les bouleversements causés par la première guerre mondiale, le volume des échanges était, en 1920, inférieur de 20% au chiffre de 1913, bien que le nombre des pays y prenant part ait augmenté, principalement du fait du démembrement de l'empire austro-hongrois. Quant à la valeur du commerce mondial, elle a brusquement monté sous l'impulsion de cours gonflés, pendant le boom de courte durée de 1920, pour retomber en 1921, quand les prix se sont effondrés. Par la suite, son ascension a été parallèle à celle du volume des échanges, les prix étant restés pratiquement stables. Après le krach de 1929, toutefois, les prix ont accusé une chute brutale, de sorte que, pendant les années de la grande dépression, le fléchissement a été plus marqué en valeur qu'en volume. La valeur des échanges s'est contractée de près de 60% entre 1929 et 1932, passant de \$70 milliards à \$27 milliards, contre un recul de 25% en volume. En 1932, le volume du commerce mondial était revenu au chiffre de 1913, et la valeur à celui de 1908. Le redressement ultérieur a été assez modeste, pour le volume comme pour les prix et, à la veille de la seconde guerre mondiale, le niveau du commerce international, tant en volume qu'en valeur, ne dépassait que de 20% celui de 1913.

Une nouvelle expansion s'est amorcée après 1946; elle s'explique presque entièrement par un développement du volume des transactions, les prix étant demeurés remarquablement stables, à part une forte hausse pendant les premières années, due aux pénuries de l'après-guerre et à la crise coréenne de 1951. De 1946 à 1968, le taux annuel de croissance a été en moyenne de 7% (soit exactement le double de celui de la période 1880-1913). Un peu inférieur à cette moyenne pendant les dix premières années, avec 6,7%, il l'a au contraire légèrement dépassée après la récession de 1958, avec 7,3%. Si les prix, en 1968, étaient supérieurs d'environ 30% à ceux de 1946 (et représentaient à peu près deux fois et demie ceux de 1938), la valeur des échanges, exprimée en dollars aux prix courants, avait presque sextuplé et, à prix constants, elle était quatre fois et demie plus élevée.

Les Etats-Unis et l'Allemagne fédérale, où la demande de produits importés a été particulièrement vive (elle a augmenté de 23% et de 17% respectivement par rapport à l'année précédente), ont joué un rôle important dans l'expansion générale des échanges en 1968, l'accroissement des importations de ces deux pays (+\$6,9 milliards et +\$2,9 milliards respectivement) ayant contribué pour près de moitié

Principaux pays industriels :
Progression des exportations à destination des différentes zones en 1968.
 (Sur la base des valeurs en dollars).

	Pays destinataires						
	Etats-Unis	C.E.E.			Royaume-Uni	Autres pays	Tous pays
		Allemagne fédérale	Autres pays	Total			
en pourcentages par rapport à l'année précédente							
Allemagne fédérale . . .	38	—	17	17	16	8	14
France	16	20	14	16	4	8	12
Italie	26	24	19	21	7	13	17
Pays-Bas	27	22	18	20	11	5	14
U.E.B.L.	31	23	17	18	7	6	16
Total des pays de la C.E.E. . .	30	22	16	18	10	8	14
Royaume-Uni*	25	15	6	8	—	3	7
Suède	15	15	7	10	20	5	9
Suisse	14	22	11	15	15	15	15
Etats-Unis	—	0	11	7	9	10	9
Canada	25	28	10	11	4	8	19
Japon	36	34	20	26	23	19	24
Total	28	18	14	15	11	9	13

* Produits originaires du Royaume-Uni.

à la progression des importations mondiales. Les répercussions de cette demande se sont fait sentir sur tous les pays, mais plus particulièrement sur les principaux pays industriels.

Les ventes aux Etats-Unis de l'Allemagne fédérale, du Japon et de l'Union Economique Belgo-Luxembourgeoise se sont accrues respectivement de 38%, 36% et 31%, et celles du Canada, de l'Italie, des Pays-Bas et du Royaume-Uni d'environ 25%. Quant à l'Allemagne, l'impulsion donnée par la reprise de son expansion a été la plus forte au Japon, au Canada, en Suisse et chez ses partenaires de la C.E.E. Le Japon et le Canada ont vendu à l'Allemagne respectivement 34 et 28% de plus qu'en 1967; pour les partenaires de l'Allemagne au sein de la C.E.E. et la Suisse, l'augmentation a été de 22% dans chaque cas. Les Etats-Unis, malgré une progression globale de 9% de leurs exportations, n'ont pas du tout accru leurs ventes à l'Allemagne.

Au total, les ventes à l'étranger des pays de la C.E.E. ont progressé de 14%, contre 7% l'année précédente, l'Italie et l'U.E.B.L. enregistrant les taux les plus élevés (17 et 16% respectivement) et la France le taux le plus bas (12%). Les exportations des pays de l'A.E.L.E. se sont accrues de 8% en 1968, contre 2% l'année précédente. En 1967, celles du Royaume-Uni avaient en fait fléchi, mais elles se sont redressées l'an dernier, enregistrant un progrès de 7%. La Suisse est venue en tête des pays de l'A.E.L.E. pour l'expansion des ventes à l'étranger,

avec un taux de 15%, suivie de la Norvège avec 12% et de l'Autriche avec 10%, tandis que le Danemark fermait la marche avec 4%.

Les exportations des Etats-Unis, du Canada et du Japon ont toutes progressé à vive allure en 1968, avec des taux de 9%, 19% et 24% respectivement (contre 4%, 10% et 7% l'année précédente). Mais alors qu'aux Etats-Unis, la croissance des exportations en 1968 a été largement dépassée par celle des importations, l'inverse s'est produit au Canada et au Japon. Le taux d'expansion des achats japonais à l'étranger est même descendu de 22 à 11%.

Les exportations du groupe de pays comprenant l'Australie, la Nouvelle-Zélande et l'Afrique du Sud ont enregistré une avance de 4,5% contre 7,5% en 1967. Ce changement s'explique essentiellement par la forte diminution, l'an dernier, des ventes de blé australien qui, en valeur, avaient presque doublé en 1967 par rapport à l'année précédente. Les ventes de produits minéraux et de biens manufacturés ont toutefois augmenté, de sorte que le total des exportations australiennes s'est légèrement accru. Les exportations de la Nouvelle-Zélande, qui avaient fléchi l'année précédente, se sont redressées en 1968, le développement du volume des ventes ayant plus que compensé la baisse des cours des produits principaux de

**Positions effectives et variations des balances des paiements
en 1967 et en 1968.**

Postes	Années	Etats-Unis	Canada	Japon	A.E.L.E.	C.E.E. ¹
		en milliards de dollars E.U.				
Balance commerciale	1967	3,5	0,6	1,2	-4,7	4,7
	1968	0,1	1,3	2,5	-4,5	5,4
Variations		-3,4	+0,7	+1,3	+0,2	+0,7
Services	1967	—	-1,1	-1,4	3,3	-0,3
	1968	0,7	-1,5	-1,5	3,7	-1,2
Variations		+0,7	-0,4	-0,1	+0,4	-0,9
Balance des paiements courants . .	1967	3,5	-0,5	-0,2	-1,4	4,4
	1968	0,8	-0,2	1,0	-0,8	4,2
Variations		-2,7	+0,3	+1,2	+0,6	-0,2
Solde des mouvements de capitaux .	1967	-7,1	0,8	-0,4	1,2	-2,5
	1968	-0,6	0,6	0,1	1,0	-6,1
Variations		+6,5	-0,2	+0,5	-0,2	-3,6
Balance globale	1967	-3,6 ²	0,3	-0,6	-0,2	1,9
	1968	0,2 ²	0,4	1,1	0,2	-1,9
Variations		+3,8 ²	+0,1	+1,7	+0,4	-3,8

¹ Pour la France, estimations provisoires de la B.R.I. ² Sur la base des liquidités.

ce pays. Les exportations sud-africaines, malgré la réduction des ventes d'or, ont progressé de 11,5%, soit presque autant qu'en 1967.

L'évolution divergente des taux de progression des exportations et des importations dans les divers pays a sensiblement modifié l'aspect des balances commerciales. L'excédent traditionnel de la balance commerciale des Etats-Unis (calculée sur la base des prix f.o.b.), qui ne cessait de se contracter depuis 1964, a pratiquement disparu, tombant de \$3,5 milliards en 1967 à \$100 millions l'an dernier. A l'inverse, le surplus d'exportations du Japon s'est accru de \$1,3 milliard et celui du Canada et des pays de la C.E.E., de \$700 millions chacun. Le déficit de l'ensemble des pays membres de l'A.E.L.E. a diminué de \$200 millions, malgré une aggravation de celui du Royaume-Uni.

La détérioration de la balance commerciale des Etats-Unis et l'amélioration de celle du Canada et du Japon ont été en partie compensées par des mouvements inverses de la balance des transactions invisibles. En conséquence, le surplus des opérations courantes des Etats-Unis a reculé de \$3,5 milliards environ à \$800 millions, la balance des paiements courants du Japon, déficitaire en 1967 à concurrence de \$200 millions, a fait apparaître l'an dernier un solde positif de plus de \$1 milliard, et le déficit courant du Canada a été ramené de \$500 millions à moins de \$200 millions. Pour le groupe des pays membres de la C.E.E., l'excédent courant a fléchi de \$4,4 milliards à \$4,2 milliards, la progression du surplus au titre des échanges commerciaux n'ayant pas suffi à compenser une augmentation de \$900 millions des décaissements nets au titre des services. Dans les pays de l'A.E.L.E., en revanche, les recettes nettes provenant des transactions invisibles ont enregistré un gain de \$400 millions et le déficit courant a été ramené de \$1,4 milliard à \$800 millions.

Les variations des mouvements de capitaux (ensemble des postes «Capitaux à long terme», «Capitaux à court terme» et «Erreurs et omissions») ont plus que compensé la détérioration de la balance des paiements courants des Etats-Unis, et ont annulé en partie l'amélioration de celle du Canada et du groupe des pays de l'A.E.L.E. En ce qui concerne le Japon et les pays de la C.E.E., en revanche, les variations dans les mouvements de capitaux se sont ajoutées à celles de la balance des paiements courants.

Modifications de la structure des mouvements de capitaux.

Les modifications intervenues dans la structure des mouvements de capitaux constituent l'une des caractéristiques les plus remarquables de l'évolution mondiale des balances des paiements l'an dernier. La plus évidente de ces modifications a été le renversement de la position des Etats-Unis: ce pays qui, jusqu'alors,

était le premier exportateur de capitaux privés du monde, est devenu importateur de fonds. Pendant ce temps, plusieurs pays d'Europe connaissaient une évolution inverse de leurs opérations en capital, et la France, l'Allemagne fédérale et l'Italie, notamment, enregistraient des sorties nettes de capitaux d'un montant appréciable.

Aux Etats-Unis, la balance des mouvements de capitaux privés à long terme, qui s'était soldée par des sorties nettes de \$2,3 milliards en 1967, a enregistré en 1968 des entrées nettes de \$1,5 milliard. De surcroît, les sorties de capitaux à court terme (y compris les erreurs et omissions, mais à l'exclusion des variations des engagements liquides des Etats-Unis à l'égard des non-résidents du secteur privé) ont fléchi de \$1,4 milliard à \$600 millions. Le solde global des mouvements de capitaux privés a, par conséquent, changé de sens, passant de \$3,7 milliards de sorties nettes en 1967 à \$900 millions d'entrées nettes en 1968. Si l'on tenait compte des variations dans les engagements liquides des Etats-Unis à l'égard des non-résidents du secteur privé, les sorties d'un montant net de \$2,2 milliards feraient place à \$4,7 milliards d'entrées nettes.

Trois facteurs principaux ont été à la source de ce changement spectaculaire dans la balance des mouvements de capitaux des Etats-Unis l'an dernier: le renforcement des mesures limitant directement les sorties de capitaux, la politique restrictive suivie par les autorités monétaires, la hausse des taux d'intérêt qui en est résultée à l'intérieur du pays et, enfin, la vive recrudescence des achats de valeurs mobilières américaines par des non-résidents.

Les Etats-Unis avaient pris à plusieurs reprises, ces dernières années, des mesures de contrôle direct pour limiter les sorties de capitaux. A l'origine de ces mesures se trouvait la forte expansion des sorties nettes de capitaux, qui avait débuté dans les dernières années de la décennie 1950-60. Cette expansion avait été motivée par les intéressantes possibilités d'investissement qui s'offraient alors en Europe, où l'économie progressait rapidement, tandis que celle des Etats-Unis subissait une certaine baisse de régime. Entre 1959 et 1964, les sorties nettes de capitaux américains à long terme sont passées de \$1,6 milliard à \$4,5 milliards et, en ce qui concerne les capitaux à court terme, des sorties nettes de \$2,9 milliards ont succédé à des entrées nettes de \$400 millions. En conséquence, le solde des transactions courantes des Etats-Unis ne suffisait plus à assurer pleinement le financement des exportations de capitaux.

Les autorités américaines ont alors commencé à prendre des mesures pour ralentir les sorties de capitaux. En juillet 1963, les achats, par les citoyens des Etats-Unis, de valeurs mobilières à long terme provenant de tout autre pays industriel, ont été frappés d'une taxe d'égalisation des taux d'intérêt. En février 1965,

Etats-Unis: Balance des mouvements de capitaux privés.

Postes	1964	1965	1966	1967	1968
	en millions de dollars				
Capitaux américains					
A long terme					
Investissements directs	- 2.330	- 3.465	- 3.625	- 3.020	- 2.745
Investissements de portefeuille	- 675	- 760	- 480	- 1.265	- 1.290
Créances déclarées par le secteur non bancaire américain	- 485	- 90	- 110	- 290	- 115
Créances déclarées par les banques des Etats-Unis	- 940	- 230	335	285	355
Total	- 4.430	- 4.545	- 3.880	- 4.290	- 3.795
A court terme					
Créances déclarées par le secteur non bancaire	- 625	425	- 335	- 470	- 965
Créances déclarées par les banques des Etats-Unis	- 1.525	325	- 95	- 745	- 100
Total	- 2.150	750	- 420	- 1.215	- 1.065
Total des sorties de capitaux	- 6.580	- 3.795	- 4.300	- 5.505	- 4.860
Capitaux étrangers					
A long terme					
Investissements directs	- 5	55	85	250	365
Investissements de portefeuille	- 85	165*	1.010*	1.470*	4.175
Engagements déclarés par le secteur non bancaire américain	- 40	30	180	90	685
Engagements déclarés par les banques des Etats-Unis	90	165	190	150	45
Total	- 40	415	1.465	1.960	5.270
A court terme					
Engagements déclarés par le secteur non bancaire américain	115	150	295	390	665
Engagements déclarés par les banques des Etats-Unis	1.555	130	2.385	1.455	3.835
Total	1.670	280	2.680	1.845	4.500
Total des entrées de capitaux .	1.630	695	4.145	3.805	9.770
Balances					
Mouvements de capitaux à long terme	- 4.470	- 4.130	- 2.415	- 2.330	1.475
Mouvements de capitaux à court terme	- 480	1.030	2.260	630	3.435
Erreurs et omissions	- 860	- 315	- 210	- 530	- 200
Total	- 5.810	- 3.415	- 365	- 2.230	4.710
Total, engagements liquides non compris	- 7.365	- 3.545	- 2.750	- 3.685	875

* Non compris les ventes de valeurs mobilières des Etats-Unis par le Trésor britannique.

pour prolonger les effets de cette mesure, un programme dit de caractère volontaire a été mis sur pied en vue de restreindre les sorties de capitaux sous forme d'investissements directs; d'autre part, la taxe d'égalisation des taux d'intérêt a été étendue aux prêts bancaires ou non, accordés à des non-résidents pour une

durée supérieure à un an; enfin, le montant des nouvelles facilités de crédit que les banques pouvaient consentir à des étrangers en 1965 a été plafonné à 5% du chiffre atteint à la fin de 1964. Par la suite, les mesures prises en février 1965 ont été renforcées à deux reprises, en décembre 1965 et en décembre 1966; puis, en janvier 1968, les directives de caractère volontaire sur les sorties de fonds provoquées par les investissements directs des sociétés américaines à l'étranger ont été remplacées par un contrôle autoritaire.

L'évolution ultérieure de l'économie des Etats-Unis est venue renforcer les effets de ces diverses restrictions imposées aux mouvements de capitaux: au milieu de 1966, faute d'avoir actionné le frein de la fiscalité, les autorités ont été amenées à adopter une politique de resserrement monétaire très rigoureuse. Sous l'effet combiné de la pénurie de crédit et du programme restrictif, les sorties de capitaux se sont sensiblement ralenties, et le déficit net de la balance des mouvements de capitaux privés s'est contracté de \$7,4 milliards à \$2,8 milliards entre 1964 et 1966. En 1967, année marquée par une courte pause de la croissance de l'économie interne et par un assouplissement simultané des conditions d'octroi du crédit, les sorties ont recommencé à s'accroître. En revanche, la réapparition en 1968 d'un état de surchauffe à un moment où certains pays d'Europe connaissaient une assez large aisance monétaire, de même que les répercussions des restrictions obligatoires aux investissements directs à l'étranger, ont provoqué le renversement très marqué de la balance des mouvements de capitaux privés que l'on a exposé précédemment.

Le changement qui s'est opéré dans la balance globale de capitaux privés à long terme entre 1965 et 1968, a été dû, à concurrence de \$750 millions seulement, au fléchissement des sorties nettes de capitaux américains à long terme, alors que les entrées nettes de capitaux à échéance éloignée ont progressé de \$4,9 milliards au cours de la même période. Une telle évolution s'explique essentiellement par le fait que les restrictions imposées aux investissements directs américains ont eu davantage pour effet de transférer aux marchés financiers étrangers la charge du financement de ces investissements que d'en réduire sensiblement le niveau effectif, et ce financement des investissements directs depuis l'extérieur se traduit évidemment par des entrées de capitaux étrangers à long terme.

Le total des investissements directs des Etats-Unis à l'étranger est passé effectivement de \$2,3 milliards en 1964 à \$3,6 milliards en 1966. Cette expansion a porté en grande partie sur les investissements au Canada, qui n'étaient pas touchés par le programme volontaire de restrictions; les investissements directs en Europe ont pourtant progressé, eux aussi, passant de \$1.390 millions à \$1.810 millions. En 1967, l'activité économique se ralentissant tant au Canada que dans plusieurs

pays du continent européen, le total des investissements directs est descendu à \$3 milliards. En 1968, l'institution du contrôle obligatoire a peut-être contribué au nouveau fléchissement du total, qui s'établit à \$2,7 milliards.

Aux termes des mesures prises dans ce domaine au début de 1968, l'emploi des capitaux américains à des investissements dans des pays développés est totalement interdit, et l'utilisation à cette fin des bénéfices réalisés à l'étranger est limitée à un certain pourcentage, égal à la moyenne générale des investissements directs réalisés pendant la période 1965-66; ce pourcentage est de 35% dans le cas de l'Europe continentale essentiellement, de 65% dans celui des autres pays développés et de 110% dans celui des pays en voie de développement. Les investissements directs dans les pays continentaux d'Europe occidentale, qui avaient déjà fléchi de \$330 millions en 1967, pour s'établir à \$1.100 millions, sont tombés à \$500 millions en 1968, et leur part dans le total des investissements directs des Etats-Unis a été ramenée de plus de 50% en 1964 à moins de 20%. Les investissements directs en Australie, en Nouvelle-Zélande et en Afrique du Sud, qui avaient fait de rapides progrès en 1967, atteignant \$360 millions, se sont réduits à \$160 millions. En Amérique latine au contraire, ils se sont développés, passant de \$220 millions en 1967 à \$610 millions en 1968.

Les investissements directs financés à l'aide d'emprunts à long terme à l'étranger n'étant pas soumis aux plafonds, on ne peut se faire une idée complète des répercussions du programme de limitation qu'en considérant également l'évolution des engagements des résidents des Etats-Unis à l'égard de l'étranger. En 1966, par exemple, quand les investissements directs ont atteint le chiffre record de \$3.625 millions, ce total comprenait environ \$450 millions d'investissements financés à l'aide d'émissions de valeurs mobilières à l'étranger, et \$180 millions au moyen d'autres formes d'emprunts extérieurs à long terme. En 1968, le total des investissements directs est descendu à \$2.745 millions mais, sur les \$2.190 millions de valeurs mobilières émises cette année-là à l'étranger (en majorité par l'intermédiaire du marché des Euro-obligations), \$700 millions ont servi à financer des investissements directs; la majeure partie de l'augmentation de \$690 millions des engagements à long terme contractés par des résidents américains autres que les banques a probablement été utilisée à des fins identiques.

Les investissements de portefeuille des Etats-Unis à l'étranger ont sensiblement fléchi au cours des trois années qui ont suivi l'instauration de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt. Après avoir atteint un maximum de \$1.105 millions en 1963, ils sont tombés à \$480 millions seulement en 1966. En 1967 et en 1968 cependant, les investissements de portefeuille ont effectué une vive remontée et ont atteint respectivement \$1.265 millions et \$1.290 millions. En fait, la taxe d'égalisation des taux d'intérêt a eu un effet limité sur les émissions étrangères d'obligations

aux Etats-Unis, puisque 35 % seulement du total des obligations étrangères émises sur ce marché en 1963, année de l'institution de la taxe, provenaient des pays touchés par celle-ci. Bien que les nouvelles émissions des pays développés (Canada non compris) aient cessé complètement, le total des nouvelles émissions d'obligations s'est maintenu à un palier d'environ \$1,2 milliard jusqu'en 1966, et s'est élevé ensuite à \$1,6 milliard en 1967 comme en 1968. Le volume des émissions canadiennes sur le marché des Etats-Unis est passé de \$695 millions en 1963 à \$1.005 millions en 1967, pour retomber à \$865 millions en 1968. En 1963 et 1968, le montant des emprunts lancés par les pays en voie de développement a progressé de \$100 millions à \$320 millions, et les émissions des organismes internationaux, inexistantes en 1963, ont atteint \$390 millions l'an dernier.

L'application de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt a eu tendance à détourner des bourses américaines des valeurs mobilières certaines catégories d'emprunteurs étrangers, qui se sont adressés aux banques commerciales. Pour cette raison, et aussi à la suite d'un resserrement des conditions d'accès au crédit dans les autres pays, les prêts à long et à court terme à l'étranger des banques américaines sont passés de \$450 millions en 1962 à \$2.465 millions en 1964. Le programme annoncé en février 1965 prévoyait l'extension de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt aux crédits bancaires d'une durée supérieure à un an, et la fixation d'un plafond à l'expansion des prêts bancaires aux non-résidents (ce plafond a été modifié par la suite). Le programme de limitation obligatoire pour 1968 spécifiait que les banques devaient maintenir leurs actifs sur l'étranger en-deçà de 103 % de l'encours existant à la fin de 1964. Les banques se sont, dans l'ensemble, tenues largement en dessous de cette limite. Le montant net de leurs nouveaux prêts à long terme, après avoir fléchi de \$940 millions en 1964 à \$230 millions en 1965, a fait place à des emprunts nets de plus de \$300 millions en 1966, et cette tendance s'est maintenue tout au long des années 1967 et 1968. Les prêts à court terme des banques américaines à des non-résidents, après s'être accrus de \$1.525 millions en 1964, se sont réduits de \$325 millions en 1965; le plafond étant loin d'être atteint, les banques ont pu renforcer leurs actifs à court terme sur l'étranger de \$745 millions en 1967, mais ces sorties de ressources se sont ralenties à \$100 millions en 1968.

Les prêts à long terme du secteur non bancaire américain (déduction faite d'une sortie de \$255 millions en 1964 à l'occasion du «Columbia River Treaty») ont relativement peu varié ces dernières années. Le programme de restrictions a toutefois exercé des répercussions sur le mouvement des avoirs à court terme du secteur non bancaire; les autorités ayant demandé aux détenteurs d'avoirs en espèces à l'étranger de réduire le montant de ces derniers, l'année 1965 a été marquée par des rapatriements nets de fonds, à concurrence de \$425 millions,

contre \$625 millions de sorties nettes en 1964. Depuis lors, les avoirs nets à court terme des entreprises ont repris leur mouvement ascendant; leur progression de \$965 millions en 1968 s'explique toutefois, en premier lieu, par le dépôt, sur le marché des Euro-dollars, du produit d'émissions d'Euro-obligations.

Comme il a déjà été indiqué, la principale cause du revirement qui s'est produit dans les mouvements de capitaux privés américains a été l'accroissement des entrées de capitaux étrangers, les transactions des non-résidents sur valeurs mobilières des Etats-Unis ayant constitué l'élément de loin le plus important. Les ventes nettes à concurrence de \$85 millions qu'a représentées cette catégorie d'opérations en 1964 ont fait place à des achats nets d'un montant de \$1.470 millions en 1967, et de \$4.175 millions en 1968. Jusqu'en 1966, l'accroissement de ce poste a été dû, en partie, au lancement d'emprunts de sociétés américaines sur le marché des Euro-obligations. En 1967, un événement encore plus important s'est produit. D'après des renseignements du Trésor des Etats-Unis, les investisseurs étrangers, qui avaient été vendeurs nets d'actions américaines à concurrence de \$335 millions en 1966, ont été acheteurs nets pour un montant de \$755 millions en 1967, et de \$2.270 millions en 1968 (il semble toutefois que les chiffres de 1966 et de 1967 comprennent des ventes de valeurs mobilières américaines détenues en portefeuille par le Trésor britannique). Mais, on sous-estime encore, avec ce renversement de \$2,6 milliards intervenu depuis 1966, l'ampleur du changement d'attitude des investisseurs étrangers à l'égard des actions américaines, car on ne tient pas compte des achats étrangers d'obligations convertibles des Etats-Unis. Après être restées à peu près constantes en 1967, les émissions d'obligations américaines à l'étranger, à la fois sous l'effet des mesures autoritaires de restriction et de la hausse des taux d'intérêt sur le marché intérieur — au cours de l'année 1968, le coût des émissions intérieures a, pour la première fois, égalé, voire dépassé, celui des émissions étrangères — ont progressé de \$1.630 millions pour atteindre \$2.230 millions en 1968; plus de 75 % de ces émissions ont porté sur des obligations convertibles.

Il n'est pas facile d'expliquer par des raisons purement économiques la progression de la demande étrangère de valeurs américaines à revenu variable. On peut néanmoins attribuer un rôle important à l'accélération, depuis 1965, de la croissance économique aux Etats-Unis, dont la répercussion s'est fait sentir sur les bénéfices, d'autant plus qu'à cette époque les sociétés européennes déclaraient subir un retrécissement des marges bénéficiaires. Il convient, en outre, de ne pas sous-estimer le rôle joué en Europe par les fonds de placement américains, dont l'activité s'est fortement intensifiée. S'ajoutent enfin à ces influences de nature plus ou moins économique, des considérations politiques dont l'importance a été indubitable.

En ce qui concerne les autres formes de flux de capitaux en direction des Etats-Unis, l'augmentation des investissements directs étrangers qui, d'un montant presque nul en 1964, ont atteint \$365 millions en 1968, aurait été, semble-t-il, déterminé au premier chef par l'amélioration de la croissance économique de ce pays. D'autre part, l'expansion des prêts à long et à court terme de l'étranger au secteur américain non bancaire, qui est passée de \$75 millions en 1964 à \$1.350 millions en 1968, a été liée à la fois au programme de restriction et au resserrement du crédit aux Etats-Unis.

Balances des paiements.

La balance générale des paiements de l'ensemble des pays d'Europe occidentale a fait ressortir un déficit de \$1,5 milliard l'an dernier, contre un excédent de \$1,4 milliard en 1967. Cette détérioration est entièrement due au revirement de \$3,8 milliards de la balance globale des paiements des pays de la C.E.E.

Le léger fléchissement, de \$4,4 milliards à \$4,2 milliards, du surplus des transactions courantes des pays de la C.E.E. est le résultat net de la détérioration, estimée à \$1,5 milliard, de la balance des transactions courantes de la France, compensée en grande partie par l'amélioration de l'excédent courant de l'Italie (+\$1 milliard) et de l'Allemagne (+\$400 millions). La détérioration de la balance des opérations courantes de la France s'explique, à concurrence de 50% environ, par la réapparition d'un déficit de la balance commerciale, tandis que, dans le cas de l'Italie et de l'Allemagne, l'amélioration de l'excédent courant provient en totalité des échanges commerciaux. En Italie, les exportations se sont accrues à un rythme plus rapide que les achats à l'étranger, et l'excédent d'importations, négligeable en 1967, a fait place à un solde positif des échanges commerciaux supérieur à \$1 milliard. En Allemagne, malgré la forte reprise de l'activité, l'excédent d'exportations est passé de \$5,2 milliards à \$5,7 milliards. Si l'on considère le montant total des mouvements de capitaux à long et à court terme, on constate que tous les pays de la C.E.E. ont enregistré des sorties nettes d'un montant plus élevé qu'en 1967. Le volume global des sorties de capitaux du groupe est passé de \$2,5 milliards à \$6,1 milliards et, selon les estimations, près de la moitié de cet accroissement est imputable à la France. Les sorties nettes de capitaux ont marqué une progression de \$800 millions environ en Allemagne et en Italie, et de moins de \$200 millions tant dans l'U.E.B.L. qu'aux Pays-Bas. Si, en France, les sorties de capitaux ont aggravé sensiblement le déséquilibre, en Italie, elles ont compensé, dans une large mesure, l'excédent des transactions courantes; quant à l'Allemagne, les sorties de capitaux à long terme résultant de la politique d'aisance monétaire mise en œuvre par la Bundesbank ont suffi à elles seules à compenser l'excédent courant;

Pays d'Europe occidentale: Balances des paiements.

Pays	Années	Balance commerciale (f.o.b.)	Services ¹	Balance des paiements courants	Mouvements nets de capitaux (entrées +) ²		Balance globale ³
					Long terme	Court terme	
en millions de dollars E.U.							
Allemagne fédérale . . .	1967	+ 5.160	- 2.695	+ 2.465	- 795	- 365	+ 1.305
	1968	+ 5.705	- 2.830	+ 2.875	- 2.835	+ 910	+ 950
France	1967	+ 150	- 140	+ 10	+ 265	+ 310 ⁴	- 35
	1968 ⁵	- 650	- 800	- 1.450	- 300	- 1.400 ⁴	- 3.150
Italie	1967	- 20	+ 1.620	+ 1.600	- 1.225		+ 375
	1968	+ 1.050	+ 1.590	+ 2.640	- 2.055 ⁶		+ 585
Pays-Bas	1967	- 505	+ 590	+ 75	- 170	+ 155	+ 60
	1968	- 450	+ 525	+ 75	- 145 ⁶	- 30	- 100
Union Belgo-Luxembourgeoise . . .	1967	- 125	+ 330	+ 205	+ 50	- 95	+ 160
	1968	- 275	+ 295	+ 20	+ 90	- 150	- 220
Total pour les pays de la C.E.E.	1967	+ 4.660	- 305	+ 4.355	- 2.490		+ 1.865
	1968	+ 5.380	- 1.220	+ 4.160	- 6.095		- 1.935
Autriche	1967	- 545 ⁷	+ 435	- 110	+ 265	+ 55	+ 210
	1968	- 540 ⁷	+ 455	- 85	+ 185	+ 15	+ 115
Danemark	1967	- 300	+ 140	- 160	+ 95		- 65
	1968	- 300	+ 185	- 115	+ 115		-
Norvège	1967	- 1.035 ⁷	+ 835	- 200	+ 350	+ 15	+ 165
	1968	- 785 ⁷	+ 950	+ 165	+ 25	- 40	+ 150
Portugal	1967	- 335	+ 385	+ 30	+ 120	+ 30 ⁸	+ 180
	1968	- 305	+ 350	+ 45	+ 85	+ 10 ⁸	+ 140
Royaume-Uni	1967	- 1.675	+ 645	- 1.030	- 325	+ 545	- 810
	1968	- 1.910	+ 905	- 1.005	- 95	- 210	- 1.310
Suède	1967	- 175 ⁷	+ 25	- 150	+ 105	+ 20	- 25
	1968	- 215 ⁷	- 45	- 260	+ 50	+ 165	- 45
Suisse	1967	- 605 ⁷	+ 845	+ 240	- 125		+ 115
	1968	- 480 ⁷	+ 920	+ 440	+ 710		+ 1.150
Total pour les pays de l'A.E.L.E.	1967	- 4.670	+ 3.290	- 1.380	+ 1.150		- 230
	1968	- 4.535	+ 3.720	- 815	+ 1.015		+ 200
Espagne	1967	- 1.900	+ 1.320	- 580	+ 460	- 35	- 155
	1968	- 1.730	+ 1.425	- 305	+ 530	- 180	+ 45
Finlande	1967	- 190 ⁷	+ 40	- 140	+ 95	- 30	- 75
	1968	+ 25 ⁷	+ 50	+ 75	+ 90	+ 75	+ 240
Grèce	1967	- 675 ⁷	+ 490	- 185	+ 170	+ 30	+ 15
	1968	- 765 ⁷	+ 530	- 235	+ 210	+ 60	+ 35
Irlande	1967	- 295 ⁷	+ 325	+ 30	- 10		+ 20
	1968	- 375 ⁷	+ 325	- 50	+ 20		- 30
Islande	1967	- 55	-	- 55	+ 20	+ 10	- 25
	1968	- 50	-	- 50	+ 40		- 10
Turquie	1967	- 160 ⁷	+ 45	- 115	+ 130		+ 15 ⁹
	1968	- 270 ⁷	+ 45	- 225	+ 200		- 25 ⁹
Total «Autres pays»	1967	- 3.265	+ 2.220	- 1.045	+ 840		- 205
	1968	- 3.165	+ 2.375	- 790	+ 1.045		+ 255
Total général	1967	- 3.275	+ 5.205	+ 1.930	- 500		+ 1.430
	1968	- 2.320	+ 4.875	+ 2.555	- 4.035		- 1.480

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

ainsi, l'excédent de la balance générale des paiements de l'Allemagne fédérale (\$900 millions) correspond aux entrées nettes de capitaux à court terme. Ces entrées traduisent en grande partie l'amélioration enregistrée du côté des termes de paiements, en raison des perspectives d'une réévaluation du mark et des incertitudes éprouvées au sujet des autres monnaies.

Le groupe des pays de l'A.E.L.E. a réduit le déficit des transactions courantes de \$1,4 milliard à \$800 millions en 1968. Cette amélioration s'explique, à concurrence des deux tiers, par un accroissement des recettes nettes au titre des opérations invisibles, qui s'est produit surtout dans le Royaume-Uni, en Norvège et en Suisse. Dans chacun de ces pays, le montant des recettes nettes a dépassé \$900 millions l'an dernier, dont \$300 millions, en ce qui concerne le Royaume-Uni, proviennent d'un surcroît de recettes dégagées au titre de la plupart des opérations invisibles de caractère privé. En Norvège et en Suisse, les progrès enregistrés sont respectivement imputables à l'accroissement des recettes de fret maritime et des revenus des investissements. A noter, en revanche, l'aggravation du poste des transactions invisibles en Suède et au Portugal. Dans ce dernier pays, l'excédent d'importations a marqué un recul de \$30 millions pour s'établir à \$305 millions en 1968, tandis que celui de la balance des paiements courants s'est accru de \$30 millions à \$45 millions. Le volume net des entrées de capitaux (\$95 millions) s'est légèrement inscrit en recul par rapport à 1967, d'où un fléchissement, de \$180 millions à \$140 millions, de l'excédent global.

Le groupe des pays de l'A.E.L.E. a enregistré des entrées nettes de capitaux s'élevant à \$1 milliard, soit grosso modo le même montant qu'en 1967. Le revirement de plus de \$800 millions qui s'est opéré en Suisse, où des sorties nettes ont fait place à des entrées nettes, a pratiquement été compensé par des mouvements en sens contraire en Norvège et au Royaume-Uni.

En ce qui concerne les six autres pays d'Europe occidentale, la Finlande et l'Espagne ont vu leur balance des paiements passer, d'une année à l'autre, d'un solde négatif à un excédent. Fortement déficitaire en 1967, la balance commerciale de la Finlande a fait apparaître un léger surplus l'an dernier; en Espagne, on a noté une contraction de l'excédent d'importations et une progression des recettes au titre des services. La monnaie de chacun de ces deux pays fut dévaluée à la fin de 1967. A la même époque, l'Irlande révisa également en baisse la parité de sa monnaie, mais la politique de relance qu'elle poursuivit s'est traduite par une progression de 9% des importations (exprimées en dollars) et un plafonnement des ventes à l'étranger (dont 70% sont acheminées vers le Royaume-Uni). L'excédent d'importations s'étant accru de \$295 millions à \$375 millions, le surplus de la balance générale des paiements en 1967 (\$20 millions) a été remplacé par un

déficit de \$30 millions l'an dernier, malgré la présence d'un léger montant d'entrées nettes de capitaux. En Turquie également, l'excédent de \$15 millions a fait place à un solde négatif de \$25 millions, étant donné que la forte progression des entrées de capitaux n'a pas permis de couvrir le déficit croissant de la balance commerciale. La détérioration du solde des échanges de marchandises résulte pour la majeure partie du développement des importations et, à raison d'un quart seulement, du fléchissement des ventes à l'étranger (tabac essentiellement). En Grèce, l'augmentation des recettes au titre des services et la progression des entrées de capitaux ont compensé, et au-delà, l'élargissement du déficit de la balance commerciale.

Italie. Pour la cinquième année de suite, la balance des paiements courants et la balance générale de l'Italie ont fait apparaître, en 1968, un solde positif. Au cours de la période de cinq ans 1964-68, les excédents courants se sont montés à \$9,2 milliards, tandis que les excédents de la balance générale se sont élevés à \$4 milliards. Ainsi, au cours de cette période, abstraction faite des variations des positions des banques envers l'étranger, les exportations de capitaux ont atteint

Italie: Balance des paiements.*

Postes	1967	Année entière	1968				1969 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars E. U.							
Commerce (f.o.b.)							
Importations	8.630	9.050	2.110	2.200	2.210	2.530	.
Exportations	8.610	10.100	2.350	2.480	2.470	2.800	.
Balance commerciale	- 20	+ 1.050	+ 240	+ 280	+ 260	+ 270	+ 190
Services							
Tourisme	+ 1.130	+ 1.110	+ 150	+ 290	+ 460	+ 210	.
Envois de fonds des travailleurs	+ 760	+ 850	+ 170	+ 210	+ 220	+ 250	.
Transports et assurances	- 230	- 200	- 90	- 50	- 10	- 50	.
Divers	- 40	+ 170	- 30	- 100	- 30	- 10	.
Total	+ 1.620	+ 1.590	+ 200	+ 350	+ 640	+ 400	+ 290
Balance des paiements courants	+ 1.600	+ 2.640	+ 440	+ 630	+ 900	+ 670	+ 480
Mouvements de capitaux							
Long terme							
Résidents	- 1.630	- 2.180	- 520	- 580	- 360	- 720	- 750
Non-résidents	+ 810	+ 450	- 30	+ 260	+ 40	+ 180	
Erreurs et omissions	- 200	- 320	- 60	- 150	+ 20	- 130	- 90
Total	- 1.220	- 2.050	- 610	- 470	- 300	- 670	- 640
Balance totale (= variations des postes monétaires)	+ 380	+ 590	- 170	+ 160	+ 600	-	- 360

* Sur la base des règlements.

\$5,2 milliards; si l'on tient compte des exportations nettes de fonds par les banques, le montant global des sorties de capitaux se chiffre à plus de \$7 milliards.

En ce qui concerne les résultats de 1968, l'excédent courant et le déficit des mouvements de capitaux ont atteint tous les deux des niveaux records (\$2,6 milliards et \$2 milliards respectivement ou, dans le dernier cas, \$2,7 milliards si l'on inclut les exportations des banques). La progression de l'excédent courant s'explique entièrement par l'amélioration de la balance commerciale, qui est passée d'une situation équilibrée en 1967 à une position excédentaire de plus de \$1 milliard l'an dernier (f.o.b. et sur la base des transactions). Les importations n'ont augmenté que de 5%, étant donné la faiblesse générale de la demande interne, en particulier au cours des premiers mois de l'année. Les achats à l'étranger de denrées alimentaires ont marqué un recul effectif, dû en partie à l'existence de stocks disponibles provenant des récoltes exceptionnelles de l'année précédente; les importations de matières premières et de produits semi-ouvrés ont accusé une légère augmentation, tandis que le rythme d'expansion des achats à l'étranger de produits finis a été supérieur à la moyenne. Les importations ont porté, à raison de plus de 50%, sur trois catégories de marchandises: denrées alimentaires, combustibles et produits de l'industrie mécanique, qui ont enregistré toutes les trois des chiffres se situant entre \$1,7 milliard et \$2,2 milliards.

L'an dernier, les exportations ont encore constitué un important facteur d'expansion; elles se sont en effet accrues de \$1,5 milliard (17%) pour s'établir à \$10,1 milliards, en raison d'un volume relativement important de capacité productive inutilisée et de l'expansion de la demande étrangère émanant du Royaume-Uni (au début de l'année), de l'Allemagne et de la France (quelques mois après), et des Etats-Unis (pendant toute l'année). Les exportations de biens industriels ont augmenté de près de 20%. Les meilleurs résultats ont été relevés du côté des articles de bonneterie en fibres synthétiques et des chaussures en cuir, en augmentation de 38 et 33% respectivement (en 1968, 140 millions de paires de chaussures furent vendues à l'étranger). Ces deux catégories de produits ont rapporté \$700 millions de devises au total, soit près de \$200 millions de plus qu'en 1967. Les ventes à l'étranger de véhicules automobiles et de pièces de rechange ont également progressé de \$200 millions, pour atteindre \$900 millions.

Les recettes nettes au titre des services et des transferts sans contrepartie se sont situées à \$1,6 milliard environ, donc pratiquement au même niveau qu'en 1967; la progression des envois de fonds des travailleurs émigrés, en particulier ceux en provenance d'Allemagne fédérale, a été compensée par un léger fléchissement des recettes nettes du tourisme, à la suite de l'augmentation des dépenses touristiques des Italiens à l'étranger. D'une façon générale, les différentes

composantes de la rubrique «Services» ne se sont toutefois pas sensiblement modifiées. Le tourisme et les envois de fonds des travailleurs à l'étranger constituent toujours la source la plus importante de devises, avec des montants de \$1.100 millions et \$850 millions respectivement.

Les sorties de capitaux se sont maintenues en 1968 puisque les exportations nettes, principalement de capitaux à long terme, mais également à court terme ainsi que de mouvements résultant des opérations de décalages dans les règlements, ont dépassé \$2 milliards, contre \$1,2 milliard une année auparavant. Ces reflux de capitaux sont le résultat de la montée des taux d'intérêt à l'étranger, de l'abondance de liquidités intérieures et de l'entrée en jeu de certains facteurs ne revêtant pas un caractère strictement économique. Ils se sont poursuivis au cours du premier trimestre de 1969, s'élevant à environ \$3,4 milliards, sur une base annuelle, ce qui a amené les autorités à adopter le train de mesures décrites à la page 77.

Abstraction faite de ce gonflement des exportations de ressources, le premier trimestre de 1969 a été principalement caractérisé par la vigueur persistante des ventes de marchandises, en particulier à destination de la C.E.E., et par un nouvel accroissement des recettes nettes des services. Les estimations pour l'ensemble de l'année 1969 laissent entrevoir un excédent courant se situant entre \$1,7 milliard et \$2,2 milliards, dans l'hypothèse d'une progression des importations sensiblement plus forte que celle des exportations.

C'est sous cette perspective qu'il convient d'examiner le problème de la structure des comptes extérieurs de l'Italie. En considérant que la réalisation, à quelque chose près, de l'équilibre des mouvements de capitaux de l'Italie constitue un objectif raisonnable en matière des paiements extérieurs, les sorties en direction des pays en voie de développement étant, grosso modo, compensées par les entrées en provenance des pays plus avancés sur le plan technologique, le problème qui se pose est celui du redressement de la balance des paiements courants, compte tenu du rôle prédominant joué par les services, qui ne réagissent que lentement, encore que faiblement, à l'action des autorités. Reste la balance commerciale. Dans ce domaine, si une action directe pour freiner le développement des exportations doit être écartée parce qu'elle toucherait précisément les industries qui font preuve du plus grand dynamisme et qui réalisent, en temps normal, les gains de productivité les plus élevés, l'ajustement doit porter surtout sur l'importation de marchandises, et par conséquent sur l'expansion de la demande interne, et notamment de la demande de biens d'investissement.

Union Economique Belgo-Luxembourgeoise. La balance générale des paiements s'est nettement détériorée de 1967 à 1968, puisqu'un excédent de \$160 millions

Union Economique Belgo-Luxembourgeoise: Balance des paiements.

Postes	1967	1968				4ème trimestre
		Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	
en millions de dollars E.U.						
Commerce						
Importations	5.800	6.665	1.595	1.615	1.625	1.830
Exportations	5.675	6.390	1.500	1.545	1.560	1.785
Balance commerciale	- 125	- 275	- 95	- 70	- 65	- 45
Services						
Opérations de courtage sur marchandises et travail à façon	+ 265	+ 240	+ 65	+ 95	+ 40	+ 40
Tourisme	- 130	- 130	- 15	- 40	- 70	- 5
Transports	+ 45	+ 35	+ 10	+ 10	+ 15	-
Opérations gouvernementales	+ 75	+ 60	+ 20	+ 25	-	+ 15
Divers	+ 75	+ 90	+ 25	+ 10	+ 40	+ 15
Total	+ 330	+ 295	+ 105	+ 100	+ 25	+ 65
Balance des paiements courants	+ 205	+ 20	+ 10	+ 30	- 40	+ 20
Mouvements de capitaux						
Organismes publics	- 135	- 60	- 10	- 20	- 15	- 15
Organismes semi-publics*	+ 20	- 10	- 10	-	- 25	+ 25
Capitaux privés						
Investissements étrangers en U.E.B.L.	+ 300	+ 240	+ 60	+ 60	+ 20	+ 100
Investissements belges et luxembourgeois à l'étranger	- 165	- 295	- 65	- 55	- 60	- 115
Divers	+ 5	-	-	-	-	-
Total	+ 25	- 125	- 25	- 15	- 80	- 5
Erreurs et omissions	- 70	- 115	- 40	+ 40	- 10	- 105
Balance totale (= variations des postes monétaires)	+ 160	- 220	- 55	+ 55	- 130	- 90

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

a fait place à un déficit de \$220 millions. L'excédent courant a pratiquement disparu et l'on a relevé d'importantes sorties nettes de capitaux, y compris au titre des «Erreurs et omissions».

Une reprise conjoncturelle s'amorçait au printemps de l'an dernier, sous l'effet en partie de l'expansion de la demande étrangère et en partie des mesures prises par les autorités. Mesuré sur la base des statistiques douanières, le déficit commercial s'élevait, en 1968, à \$170 millions, niveau sensiblement égal à celui de l'année précédente. Le volume des exportations et celui des importations, qui restaient pratiquement stationnaires en 1967, ont progressé de 16% l'an dernier. Au premier trimestre de 1969, le rythme d'accroissement s'est quelque peu accéléré pour les exportations et au contraire ralenti pour les importations, d'où l'apparition d'un excédent de \$35 millions, contre un déficit de même étendue au trimestre correspondant de 1968. L'an dernier, les exportations en direction

des Etats-Unis ont progressé de 31% en valeur et les livraisons à la C.E.E. de plus de 18%, les ventes à l'Allemagne fédérale ayant augmenté de 23%. L'amélioration enregistrée a porté pratiquement sur toutes les catégories de produits. Le développement des importations résulte en grande partie des achats accrus de biens d'équipement et il a été le plus marqué pour les achats en provenance du Royaume-Uni (20%), de la France (18%) et des Etats-Unis (16%). Le déficit commercial, mesuré sur la base des règlements, s'est accru de \$125 millions à \$275 millions de 1967 à 1968, par suite uniquement de l'allongement des délais de paiement accordés pour les exportations l'an dernier. Le volume global net des recettes des services a fléchi de \$330 millions à \$295 millions, dont une réduction de \$25 millions de recettes nettes au titre des opérations de courtage et de travail à façon.

Les mouvements de capitaux se sont soldés par des sorties nettes de \$125 millions en 1968, alors qu'une année auparavant ils avaient donné naissance à des entrées nettes pour un montant total de \$25 millions. Les sorties de ressources publiques et semi-publiques ont marqué un recul, passant de \$115 millions à \$70 millions, tandis que les mouvements de capitaux privés ont fait apparaître une évolution en sens contraire d'une ampleur bien plus forte des entrées nettes de \$140 millions faisant place à des sorties nettes de \$55 millions. Ce revirement s'explique principalement par l'accroissement, de \$105 millions à \$265 millions, des achats nets de valeurs étrangères (Euro-obligations et titres américains en grande partie) effectués par les résidents belges. En même temps, les transactions opérées sur des valeurs belges par des non-résidents se sont renversées, des achats nets de \$55 millions en 1967 ayant été remplacés par des ventes nettes de \$10 millions l'an dernier. La réduction des sorties nettes au titre des transactions officielles en capital en 1968 est liée à l'absence de remboursements «non contractuels» sur la dette publique extérieure, remboursements qui avaient porté sur des montants fort importants en 1967. En plus de l'accroissement du volume global des sorties nettes de capitaux, le déficit du poste «Erreurs et omissions» a progressé de \$70 millions à \$115 millions.

Pays-Bas. La balance générale des paiements des Pays-Bas, qui avait enregistré un déficit de \$40 millions en 1966 et un excédent de \$60 millions en 1967, est redevenue déficitaire l'an dernier pour un montant de \$100 millions. Le solde des transactions courantes ne s'est pas modifié d'une année à l'autre et le volume global des sorties de capitaux à long terme s'est légèrement inscrit en baisse. De ce fait, la détérioration de la balance globale en 1968 correspond largement aux changements intervenus dans les mouvements de capitaux à court terme.

La légère réduction du montant total des sorties nettes de capitaux à long terme, qui sont passées de \$170 millions à \$145 millions, est la résultante de

variations assez importantes et en sens contraire intervenues dans les mouvements de capitaux privés et officiels. Du côté des capitaux privés, on a relevé un recul des exportations nettes de capitaux à long terme (de \$150 millions en 1967 à \$50 millions en 1968). Les banques néerlandaises ont réduit de \$65 millions à \$15 millions leurs prêts à long terme, et les opérations sur valeurs mobilières ont donné naissance à des entrées nettes de \$35 millions contre des sorties nettes de \$5 millions en 1967. Les achats nets de valeurs étrangères par les résidents néerlandais se sont fortement développés, passant de \$45 millions à \$265 millions, par suite de l'important accroissement des achats de valeurs américaines en 1968. Cette augmentation a été toutefois plus que compensée par le développement des ventes de titres néerlandais à des non-résidents (+\$300 millions contre +\$40 millions en 1967), sous forme principalement de nouvelles émissions à l'étranger

Pays-Bas: Balance des paiements.¹

Postes	1967	1968				1969	
		Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre		4ème trimestre
en millions de dollars E.U.							
Commerce (f.o.b.)							
Importations	7.380	8.235	1.950	1.990	2.015	2.280	2.115
Exportations	6.975	7.785	1.860	1.855	1.915	2.155	2.095
Balance commerciale	- 505	- 450	- 90	- 135	- 100	- 125	- 20
Services							
Revenus des investissements . . .	+ 250	+ 195	+ 25	-	+ 85	+ 85	+ 20
Divers	+ 330	+ 330	+ 60	+ 100	+ 75	+ 95	+ 55
Total	+ 580	+ 525	+ 85	+ 100	+ 160	+ 180	+ 75
Balance des paiements courants	+ 75	+ 75	- 5	- 35	+ 60	+ 55	+ 55
Mouvements de capitaux							
Valeurs néerlandaises	+ 40	+ 300	+ 5	+ 50	+ 185	+ 60	+ 70
Valeurs étrangères	- 45	- 265	- 30	- 80	- 65	- 90	- 65
Investissements directs	- 105	- 15	+ 25	- 35	- 35	+ 30	- ²
Ressources bancaires	- 65	- 15	- 15	+ 5	+ 15	- 20	- 5
Autres capitaux privés	+ 25	- 55	- 10	- 20	- 60	- 15	+ 50
Capitaux officiels	- 20	- 95 ³	- 5	- 5	- 5	- 80 ³	+ 5
Total des mouvements de capitaux à long terme	- 170	- 145	- 30	- 45	+ 45	- 115	+ 55
Court terme	+ 155	- 30	- 10	-	- 30	+ 10	- 20
Total	- 15	- 175	- 40	- 45	+ 15	- 105	+ 35
Balance totale (= variations des postes monétaires)	+ 60	- 100	- 45	- 80	+ 75	- 50	+ 90

¹ Sur la base des règlements. ² Compris dans «Autres capitaux privés». ³ Y compris un remboursement anticipé de \$65 millions de dettes envers les Etats-Unis.

(+\$165 millions par rapport à 1967). Les émissions néerlandaises sur le marché des Euro-obligations en 1968 se sont chiffrées à \$185 millions, y compris un emprunt lancé par Philips au troisième trimestre pour un montant de \$100 millions. Les investissements directs à l'étranger ont fléchi, en chiffres nets, de \$105 millions à \$15 millions, tandis que les autres mouvements de capitaux privés (sous forme d'octroi de crédits principalement), qui s'étaient soldés par des entrées nettes de \$25 millions, ont fait place à des sorties nettes de \$55 millions. Les mouvements de capitaux officiels à long terme ont donné lieu à des sorties nettes plus importantes qu'en 1967 (\$95 millions contre \$20 millions), en raison principalement de remboursements anticipés de dettes envers les Etats-Unis pour un montant de \$65 millions. Du côté des capitaux à court terme, on note également un revirement (entrées de \$155 millions en 1967 et sorties de \$30 millions en 1968), lié en partie au fait que les sociétés néerlandaises, qui avaient bénéficié de remboursements nets en 1967 de la part de leurs filiales à l'étranger, ont accordé, l'an dernier, à celles-ci, de nouveaux crédits.

Mesuré sur la base des règlements, l'excédent courant s'est maintenu à \$75 millions l'an dernier, la contraction du solde des échanges commerciaux ayant été compensée par une réduction dans les recettes nettes au titre des transactions invisibles. Le volume net des revenus des investissements a fléchi, à concurrence de \$55 millions, pour s'établir à \$195 millions, étant donné que les décaissements au titre des intérêts et des dividendes ont augmenté davantage que les encaissements en provenance de l'étranger. En ce qui concerne les autres services, les dépenses nettes du tourisme, en léger fléchissement en 1967, se sont de nouveau inscrites en hausse l'an dernier; on a relevé par ailleurs un accroissement des recettes nettes provenant du fret et des assurances. Au premier trimestre de 1969, la balance des paiements courants et le solde des mouvements de capitaux se sont sensiblement améliorés; l'excédent global s'est élevé à \$90 millions contre un déficit représentant la moitié de ce montant au cours du premier trimestre de 1968.

Le volume des exportations s'est accru de 15 ½%, alors qu'il avait progressé de 8 ½% en 1967, les ventes de produits chimiques et de textiles ayant marqué les plus fortes progressions. Les livraisons à l'Allemagne se sont améliorées à elles seules, en valeur, de \$415 millions, soit près de la moitié de l'accroissement total. Le volume des importations a augmenté de 12 ½%, contre une hausse de 6% en 1967. Les achats à l'étranger de biens d'équipement, en léger recul en 1967, ont été en hausse de 20% en 1968, et le rythme de progression des importations de biens de consommation s'est aussi accéléré, passant de 6 à 16%. En 1968, les prix à l'exportation ont fléchi de 1% mais, comme les prix des produits importés ont marqué une baisse plus accentuée, de 3%, les termes de l'échange se sont améliorés.

Espagne. Pour la première fois depuis 1964, la balance de base des paiements de l'Espagne a enregistré un excédent l'an dernier. Plusieurs facteurs ont contribué à ce résultat. La mollesse de la demande interne et la vivacité de la demande étrangère ont joint leur influence à celles de la dévaluation et du programme de stabilisation destiné à en consolider les effets, pour ramener le déficit de la balance commerciale de \$1.900 millions à \$1.730 millions. Comme, de surcroît, les recettes nettes au titre des transactions invisibles ont augmenté de \$100 millions et les entrées nettes de capitaux à long terme d'un montant légèrement inférieur, la balance de base est passée d'un déficit de \$120 millions à un excédent de \$225 millions, et la balance globale d'un déficit de \$155 millions à un excédent de \$45 millions.

Exprimées en dollars, les importations qui, sur la base des statistiques douanières, avaient diminué de 3% en 1967, ont progressé de 1% l'an dernier. En fait, elles ont fléchi pendant le premier semestre de 1968, mais par la suite, elles ont repris avec une vigueur croissante; en particulier, pendant le dernier trimestre, elles ont augmenté de 14%, en liaison avec l'accélération du rythme de l'activité interne et la reconstitution des stocks de matières premières. Le taux de croissance des importations est retombé à 7% pendant le premier trimestre de 1969. Au total, leur valeur a atteint \$3.520 millions en 1968. Les achats de denrées alimentaires ont baissé de \$65 millions par suite d'une récolte record de céréales fourragères, et ceux de biens d'équipement de \$80 millions en raison d'un certain marasme des investissements en Espagne pendant la majeure partie de l'année. Les importations de combustibles (produits pétroliers principalement) se sont accrues de \$115 millions, soit de près de 30%. Les exportations de combustibles ont, de leur côté, augmenté de \$55 millions, soit de 70%, contribuant pour plus d'un quart à la progression d'ensemble des ventes à l'étranger. Au total, ces dernières ont enregistré une expansion de \$205 millions, soit de 15%, pour s'établir à \$1.590 millions. Si les ventes de denrées alimentaires ont fléchi, celles de produits manufacturés se sont élevées de 30%. Le premier trimestre de 1969 a été marqué par un progrès de 22% des exportations totales.

Les recettes nettes au titre des services sont passées de \$1.320 millions à \$1.425 millions. Les gains nets procurés par le tourisme, en déclin depuis 1965, ont été en hausse de \$40 millions. Il se peut que le nombre des touristes étrangers ait augmenté de 10%, mais l'amélioration des recettes, exprimées en dollars, n'a été que de 3%, en raison de la dévaluation et peut-être aussi d'un changement dans la répartition des diverses catégories de touristes. Les envois de fonds des travailleurs émigrés sont restés pratiquement au même niveau qu'en 1967. L'amélioration conjuguée de la balance commerciale et de celle des services a permis de ramener le déficit courant de \$580 millions à \$305 millions.

Le total des entrées nettes de capitaux à long terme a atteint \$530 millions en 1968, en progrès de \$70 millions. Les entrées nettes de capitaux officiels se sont accrues de \$90 millions; les emprunts du Trésor et de l'Instituto Nacional de Industria à l'étranger sont intervenus pour moitié environ dans cette progression. Les entrées nettes de capitaux privés ont légèrement fléchi, une réduction des investissements directs et des opérations sur valeurs mobilières ayant été compensée en partie seulement par un progrès des investissements immobiliers. Les avances et crédits ont enregistré une augmentation appréciable, qui a été contrebalancée par un accroissement des remboursements d'une importance sensiblement égale. La balance des mouvements de capitaux à court terme (y compris les erreurs et omissions) s'est soldée par des sorties nettes de \$180 millions, contre \$35 millions en 1967.

Grèce. En 1968, comme les années précédentes, les entrées nettes de capitaux en Grèce ont plus que compensé le déficit des paiements courants. Celui-ci a été de \$235 millions, et s'est donc aggravé de \$50 millions, les recettes invisibles n'ayant pas progressé au même rythme que l'excédent des importations. Les achats à l'étranger sont passés de \$1.160 millions à \$1.250 millions, la moitié de l'augmentation étant due à l'expansion des importations financées par des crédits de fournisseurs (il s'agissait principalement de biens de consommation). Les exportations sont restées stationnaires à \$485 millions pour chacune des deux dernières années. En 1968, le fléchissement des ventes de tabac a été compensé par l'amélioration des exportations de minerais métalliques et autres produits minéraux, et des ventes de produits manufacturés (la Grèce, qui n'exportait pas d'aluminium, il y a quatre ans, en a exporté l'an dernier pour \$30 millions). La part des ventes aux pays de la C.E.E. est passée de 35 à 39% du total des exportations grecques, tandis que celle des livraisons aux pays de l'Europe de l'Est s'est réduite de 18 à 16% (en 1965, elles avaient représenté près du quart de l'ensemble des exportations). Les recettes nettes au titre des transactions invisibles ont atteint \$530 millions, soit une progression de \$40 millions, due pour la majeure partie à l'amélioration des recettes de fret maritime. Les recettes touristiques, qui avaient fait de rapides progrès pendant les premières années de la décennie 1960-70, ont fléchi ces deux dernières années.

Les entrées nettes de capitaux à long terme sont passées de \$170 millions à \$210 millions; leur accroissement a été imputable pour plus de la moitié à l'octroi de nouveaux crédits de fournisseurs et, pour le reliquat, à des fonds empruntés et à des investissements directs. En ce qui concerne les capitaux à court terme, les entrées nettes ont doublé, passant de \$30 millions à \$60 millions. Au total, la balance globale des paiements a enregistré un excédent de \$35 millions, contre \$15 millions en 1967.

Autriche. Malgré une certaine réduction du déficit des opérations courantes et un accroissement sensible des emprunts du secteur public à l'étranger, l'excédent de la balance globale des paiements de l'Autriche a fléchi, passant de \$210 millions en 1967 à \$115 millions l'an dernier, en raison d'une très forte réduction des entrées de capitaux privés.

Le déficit des paiements courants a été ramené de \$110 millions à \$85 millions. Si celui de la balance commerciale s'est maintenu à peu près sans changement à \$540 millions (les importations ont progressé de 7% et les exportations de 10%), les recettes nettes des services se sont améliorées de \$20 millions. Celles du tourisme, qui avaient quelque peu baissé en 1967, sont passées de \$395 millions à \$430 millions. En revanche, par suite de l'alourdissement de la dette extérieure de l'Autriche et de la hausse des taux d'intérêt à l'étranger, les décaissements nets au titre du revenu des investissements sont passés de \$35 millions à \$55 millions. Pour le premier trimestre de 1969, le déficit des échanges commerciaux a été de \$115 millions, contre \$165 millions un an auparavant, les exportations ayant progressé beaucoup plus rapidement que les importations.

Les entrées nettes de capitaux privés à long terme ont fléchi de \$145 millions en 1967 à \$5 millions seulement l'an dernier. Les exportations de capitaux autrichiens ont progressé de \$75 millions, principalement en raison de l'expansion des achats de valeurs mobilières étrangères et des prêts bancaires à échéance assez éloignée. En même temps, les entrées de capitaux à long terme en Autriche ont baissé de \$65 millions, les entreprises autrichiennes, sociétés de transport en particulier, ayant réduit leurs emprunts à l'étranger de \$145 millions à \$75 millions. En outre, les entrées de capitaux à court terme, compte tenu des erreurs et omissions, ont fléchi de \$55 millions à \$15 millions. Les entrées nettes de capitaux à long terme relevant du secteur public sont passées de \$115 millions à \$180 millions.

Suisse. Après une période de ralentissement d'activité, l'économie suisse a progressé à un rythme accéléré à partir de l'automne de 1967, principalement sous l'impulsion de la demande étrangère. En 1968, les exportations ont augmenté plus vite que les importations, et le déficit de la balance commerciale a été ramené de \$605 millions à \$480 millions. En même temps, les recettes nettes au titre des services se sont améliorées d'environ \$75 millions, de sorte que l'excédent des paiements courants est passé de \$240 millions à \$440 millions. Les sorties nettes de capitaux à long terme identifiés ayant progressé de \$440 millions en 1967 à \$650 millions l'an dernier, le déficit de la balance de base s'est élevé en 1968 à environ \$200 millions, chiffre à peu près identique à celui de l'année précédente. Un afflux considérable de capitaux non identifiés a toutefois fait passer l'excédent global à \$1.150 millions en 1968, contre \$115 millions en 1967.

Les importations, qui s'étaient accrues de 5% seulement en 1967, ont enregistré l'an dernier une expansion de 9%; les achats de biens d'équipement à l'étranger ont augmenté de près de 20%. Le taux de croissance des exportations a été de 15%, soit le double de celui de 1967. Les ventes aux pays de la C.E.E. et de l'A.E.L.E. se sont accrues à peu près au même rythme que le total des exportations (dont elles ont représenté près de 60% l'an dernier). A l'intérieur du premier groupe de pays, les ventes à l'Allemagne fédérale, en baisse de 5,5% en 1967, ont progressé de 22%, et les livraisons aux autres pays de la C.E.E. ont enregistré une expansion moyenne de 11%. A l'intérieur du second groupe, les exportations à destination de la Suède et du Royaume-Uni ont augmenté de 17 et 15% respectivement, tandis que les ventes à la Norvège ont très légèrement fléchi. Les exportations vers les Etats-Unis, dont l'accroissement avait été très faible en 1967, ont progressé l'an dernier de 14%. Pendant le premier trimestre de 1969, le volume total des importations et celui des exportations ont continué de croître au même rythme que pendant l'ensemble de l'année 1968.

Les recettes nettes au titre des services sont passées de \$845 millions en 1967 à \$920 millions l'an dernier, en raison principalement d'une amélioration de \$45 millions des revenus nets des capitaux. Au total, ce poste s'est élevé à \$400 millions l'an dernier, chiffre presque égal à celui des recettes nettes du tourisme.

L'expansion des sorties identifiées de capitaux, en chiffres nets, a résulté d'une forte progression des achats suisses d'actions de sociétés étrangères. Ces achats, compte tenu de ceux qui ont été effectués par l'intermédiaire de fonds de placement, se sont élevés à \$335 millions en 1968, contre \$40 millions l'année précédente. La valeur des émissions étrangères lancées sur le marché suisse s'est également inscrite en augmentation, pour atteindre \$250 millions, contre \$210 millions en 1967. Dans le même laps de temps, les remboursements effectués par des non-résidents sur des prêts et des crédits consentis par des Suisses sont passés de \$100 millions à \$235 millions. Le total des recettes nettes au titre des transactions non identifiées, qui avait été supérieur à \$300 millions en 1967, a presque atteint \$1,4 milliard l'an dernier - ce gonflement reflète, dans une large mesure, la fuite de capitaux hors de France.

Danemark. En 1968, le Danemark s'est trouvé dans une position favorable pour exploiter la reprise de la demande étrangère sans qu'il en résulte de tensions dans son économie. La dévaluation de la couronne danoise en novembre 1967 avait renforcé la compétitivité de ce pays, tandis que le ralentissement d'activité de l'économie, provoqué par les mesures prises par les autorités, avait libéré une partie de la capacité productive et de la main-d'œuvre, qui se trouvait ainsi

utilisable pour la production destinée à l'exportation. Les ventes à l'étranger, calculées d'après les statistiques douanières et exprimées en couronnes danoises, ont augmenté de 12% l'an dernier; cette progression a été due à raison de 10% à un accroissement en volume et à concurrence de 2% à une hausse des prix. Dans le même temps, toutefois, les importations ont enregistré une expansion de 10%, imputable à raison de 6% à une hausse des prix (qui s'explique principalement par la dévaluation et par une majoration des prix des produits pétroliers) et à concurrence de 4% à un accroissement du volume des achats à l'étranger. On a calculé que la détérioration des termes de l'échange intervenue pendant les trois premiers trimestres de 1968 a aggravé le déficit commercial de KR.D 1 milliard, soit \$135 millions. Cette détérioration ayant été presque compensée par l'expansion du volume des exportations (celles de produits industriels surtout, qui ont progressé de 17%), le déficit des échanges commerciaux, sur la base des statistiques douanières, n'a été que légèrement supérieur à celui de 1967. D'après les statistiques de la balance des paiements, il s'est élevé en fait à \$300 millions au cours des deux années considérées. Pour le premier trimestre de 1969, toutefois, le déficit a été de \$170 millions, ce qui représente une aggravation de \$30 millions par rapport au premier trimestre de 1968, due au fait que les importations ont progressé plus vite que les exportations.

Les recettes nettes de fret maritime sont passées de \$125 millions à 140 millions en 1968, et les autres recettes nettes au titre des transactions invisibles ont progressé de \$15 millions à \$45 millions. Alors que les décaissements nets au titre des intérêts et des dividendes ont enregistré une augmentation correspondant à celle de la dette extérieure danoise, la balance touristique a changé de sens et est devenue excédentaire, de même que le poste «Héritages, dons, subventions, etc. ...». Ce dernier poste, qui recouvre principalement l'aide aux pays en voie de développement, présente d'ordinaire un solde déficitaire. En 1967 et en 1968, il comprenait également les gains réalisés sur les opérations de change à terme avec l'étranger, qui ont atteint \$5 millions et \$30 millions respectivement. En raison de l'amélioration de la balance des services, le déficit des opérations courantes a été ramené de \$160 millions à \$115 millions l'an passé. Ce dernier chiffre correspondant exactement à celui des entrées nettes de capitaux, la balance globale, qui s'était soldée par un déficit de \$65 millions en 1967, a atteint une position d'équilibre. Les investissements directs au Danemark, en chiffres nets, se sont élevés à \$100 millions, en progrès de \$35 millions. Cet accroissement est imputable en totalité aux prêts à long terme accordés par des sociétés étrangères à leurs filiales, en particulier dans l'industrie pétrolière. Le secteur public a émis l'an dernier, sur les marchés étrangers, \$125 millions au total d'emprunts obligataires, soit \$40 millions de plus qu'en 1967. Les emprunts du gouvernement central ont représenté

40% environ de ces nouvelles émissions, ceux des collectivités locales 30% et ceux des banques de crédit hypothécaire plus d'un cinquième.

Finlande. Pour la première fois depuis 1959, la balance des paiements courants de la Finlande a dégagé en 1968 un excédent, presque entièrement dû à un revirement qui s'est opéré dans la balance commerciale. La dévaluation du mark finlandais, en octobre 1967, et un programme de stabilisation très complet adopté en avril 1968 ont créé les conditions nécessaires à une reprise des exportations. Celles-ci ont d'ailleurs été le seul élément dynamique de la demande en Finlande l'an dernier. Elles ont augmenté de 11% en volume et de près de 7% en valeur (exprimée en dollars). Le taux de croissance le plus élevé a été celui des exportations de produits des industries mécanique et métallurgique; viennent ensuite les livraisons de produits des industries du bois et du papier. Exprimées en dollars, les ventes aux marchés occidentaux (il s'agit principalement des pays de l'O.C.D.E.) se sont accrues de 9,5% environ, alors que les livraisons aux pays d'Europe de l'Est (qui représentent un cinquième du total) ont quelque peu diminué. Les importations ont fléchi d'environ 5% en volume, par suite du manque de vigueur de la demande interne et aussi de la substitution de produits nationaux à des marchandises d'origine étrangère, notamment dans le secteur des biens de consommation, où les prix des produits finlandais sont devenus inférieurs à ceux de leurs concurrents. Le volume des achats à l'étranger de produits finis s'est réduit de 16% pour les biens d'équipement et de 13% pour les biens de consommation; la diminution a été particulièrement forte pour les importations d'automobiles. Par rapport à l'ensemble de l'année 1967, les termes de l'échange se sont détériorés de 3% en 1968; toutefois, ils se sont améliorés au fil des mois, la valeur unitaire des exportations s'inscrivant en hausse pendant que celle des importations restait stable.

La balance commerciale, établie d'après les statistiques de la balance des paiements, est passée d'un déficit de \$180 millions en 1967 à un excédent de \$25 millions en 1968, et les recettes nettes provenant des transactions invisibles ont progressé de \$40 millions à \$50 millions par suite de la disparition du déficit de la balance touristique. Les entrées nettes de capitaux à long terme se sont élevées à \$90 millions, chiffre légèrement inférieur à celui de 1967. L'utilisation, pour un montant total de \$300 millions, du produit d'emprunts à long terme émis à l'étranger, a été compensée en grande partie par une augmentation des décaissements au titre du remboursement d'emprunts échus et par une forte progression des crédits à l'exportation. La situation de la balance des mouvements de capitaux à court terme s'est renversée, des sorties nettes d'un montant de \$30 millions ayant fait place à des entrées nettes d'un montant de \$75 millions.

Suède: Balance des paiements.

Postes	1965	1966	1967	1968
	en millions de dollars E.U.			
Importations (c.a.f.)	4.375	4.580	4.700	5.120
Exportations (f.o.b.)	3.970	4.265	4.525	4.905 ¹
Balance commerciale	- 405	- 315	- 175	- 215
Services	+ 150	+ 65	+ 25	- 45
Balance des paiements courants (transactions identifiées)	- 255	- 250	- 150	- 260
Erreurs et omissions concernant les opérations courantes ²	+ 115	+ 130	+ 145	+ 160
Balance des paiements courants	- 140	- 120	- 5	- 100
Mouvements de capitaux à long terme	+ 50	+ 145	+ 105	+ 50
Mouvements de capitaux à court terme ³	+ 115	+ 70	- 125	+ 5
Total des mouvements de capitaux	+ 165	+ 215	- 20	+ 55
Balance totale (= variations des postes monétaires)	+ 25	+ 95	- 25	- 45

¹ Non compris \$30 millions dus aux modifications des méthodes de calcul des statistiques douanières. ² Evaluation officielle. ³ Il s'agit principalement de crédits de fournisseurs et d'erreurs ou omissions concernant les mouvements de capitaux.

Remarque: Les écarts apparaissant entre les résultats des balances des opérations courantes et des capitaux à court terme du tableau ci-dessus, et les chiffres indiqués dans le tableau relatif aux balances des paiements consolidées des pays d'Europe occidentale proviennent d'une différence dans les méthodes employées pour le calcul des «Erreurs et omissions». Dans le présent tableau, ce poste est subdivisé selon la nature des opérations en cause (voir notes 2 et 3), tandis que dans le tableau des balances consolidées, il est intégralement compris dans la balance des mouvements de capitaux à court terme.

Suède. Le déficit de la balance globale des paiements s'est légèrement aggravé en 1968, pour atteindre \$45 millions; en effet, si le déficit des paiements courants s'est fortement accentué, passant de \$5 millions à \$100 millions, cette détérioration a été compensée en grande partie par le changement de sens des mouvements de capitaux, qui ont fait apparaître des entrées nettes de \$55 millions contre des sorties nettes de \$20 millions en 1967.

L'aggravation de la balance des opérations courantes marque ainsi un renversement de la tendance notée au cours des deux années précédentes. Sous l'impulsion de la demande interne, le déficit des échanges commerciaux s'était élevé à \$400 millions en 1965. Deux ans plus tard, l'économie intérieure s'étant affaiblie et la demande étrangère de produits suédois s'étant maintenue à un niveau élevé, il était revenu à \$175 millions. L'an dernier, il est remonté à \$215 millions, mais ce résultat s'explique par des modifications intervenues dans les méthodes d'établissement des statistiques relatives aux exportations.

En 1968, les importations comme les exportations se sont accrues de 9% contre 3 et 5% respectivement l'année précédente. Les achats à l'étranger de combustibles minéraux, en particulier de pétrole brut (en progression de 50% en volume en raison de la demande émanant des nouvelles raffineries) entrent

pour un quart dans l'accroissement du total des importations; ces dernières se sont également ressenties de l'intensification de la demande de biens de consommation (automobiles notamment) et de la nécessité de procéder à la reconstitution des stocks. A l'exclusion des ventes de navires, lesquelles sont sujettes à des fluctuations sensibles d'une année sur l'autre, et ont marqué un fléchissement en 1968, les exportations se sont accrues de 10% en valeur. Celles de minerai de fer, de papier journal et de matériel téléphonique ont progressé de quelque 20% dans chaque cas, et celles d'automobiles et de papier de 13 et 9% respectivement. Les ventes aux pays de la C.E.E., au Royaume-Uni et à l'Amérique du Nord ont enregistré une expansion notable, tandis que les livraisons aux pays nordiques (qui représentent environ un quart du total des exportations) sont restées stationnaires. Une étude des services officiels suédois révèle qu'entre 1963 et 1967, le taux annuel de croissance des exportations a été inférieur de près de 1% à celui de l'ensemble des pays de l'O.C.D.E. Cette différence s'explique principalement par une diminution de la part des ventes suédoises de matières premières et de navires sur les marchés étrangers. Le taux de croissance des ventes de produits manufacturés, en revanche, a été supérieur à la moyenne O.C.D.E.

La principale cause de la détérioration de la balance des paiements courants en 1968 a été une nouvelle dégradation de la balance des transactions invisibles. En 1968, pour la première fois, cette dernière s'est soldée par un déficit de \$45 millions, alors qu'elle avait dégagé, l'année précédente, un excédent de \$25 millions. A l'exception des recettes de fret maritime, en progression de \$15 millions, tous les autres postes de transactions invisibles se sont détériorés. Les dépenses nettes au titre du tourisme se sont accrues de \$20 millions et les règlements au titre des transferts sans contrepartie — représentant principalement l'aide aux pays en voie de développement — ont augmenté de \$15 millions. Le poste « Erreurs et omissions » concernant les opérations courantes, qui correspond essentiellement à une sous-évaluation des recettes tirées des échanges de marchandises et des services, a tendance à se gonfler depuis quelques années. En 1967, il a pratiquement compensé le déficit des transactions courantes identifiées mais, l'an dernier, comme celui-ci est passé de \$150 millions à \$260 millions, il est resté un déficit de \$100 millions au titre des opérations courantes. Ce dernier a été compensé, pour moitié environ, par un afflux net de capitaux. Les entrées nettes de fonds à long terme ont fléchi de \$105 millions en 1967 à \$50 millions en 1968, en raison essentiellement d'importants remboursements d'emprunts privés. Les sorties nettes de capitaux à court terme (y compris les mouvements non identifiés et les crédits commerciaux) qui s'étaient élevées à \$125 millions en 1967, ont disparu l'an dernier. S'il est vrai que le déficit des paiements courants, au titre du premier trimestre de 1969, s'est situé, avec \$130 millions, à un niveau identique à celui

du premier trimestre de 1968, il s'est toutefois opéré un changement de structure d'une année sur l'autre. Le premier trimestre de 1968 avait été marqué par des déficits de \$125 millions et de \$5 millions respectivement au titre des échanges commerciaux et des transactions invisibles. Pendant les trois premiers mois de 1969, l'excédent d'importations a fléchi à \$80 millions, tandis que le déficit des transactions invisibles a progressé à \$50 millions.

Norvège. En 1968, la structure de la balance norvégienne des paiements a été notablement différente de celle de ces dernières années. L'excédent global a été de \$150 millions, chiffre à peu près analogue à celui de 1967, mais la balance des opérations courantes s'est améliorée de \$365 millions, pour faire apparaître un excédent de \$165 millions – le premier depuis 1957 – tandis que, du côté des mouvements de capitaux, le total des entrées nettes, soit \$365 millions, enregistré en 1967, a fait place à des sorties nettes d'un faible montant (\$15 millions). Les changements importants survenus tant dans la balance des paiements courants que dans celle des mouvements de capitaux ont été dus en grande partie à l'évolution dans le secteur de la marine marchande.

Le déficit commercial a fléchi de \$250 millions, passant de \$1.035 millions à \$785 millions. Celui du secteur de la marine marchande a été ramené, à lui seul, de \$310 millions à \$110 millions, en raison de l'importance exceptionnelle des ventes de navires d'occasion et du fléchissement des achats de navires neufs. En outre, le déficit des échanges de marchandises (à l'exclusion des navires) a fléchi de \$50 millions. D'après les statistiques douanières, le taux de croissance des importations de marchandises est tombé de 7,5 à 4%, en partie à la suite d'une baisse des investissements dans l'industrie, et par suite également d'un certain ralentissement de la demande des consommateurs. Les importations de machines ont diminué de 5,5%, et celles des autres produits manufacturés (produits sidérurgiques et textiles notamment) ont également fléchi. En revanche, les exportations de marchandises se sont accrues de 9% (contre 5,5% l'année précédente), cette progression étant due pour moitié à un accroissement des ventes de métaux non ferreux (aluminium principalement).

Les recettes nettes au titre des services ont enregistré une expansion de \$115 millions. Le coût des transports de marchandises, qui s'était inscrit en hausse en 1967 en raison des hostilités au Moyen-Orient, a quelque peu fléchi l'an dernier, ce qui n'a pas empêché les recettes nettes de fret maritime de s'accroître de \$800 millions à \$900 millions sous l'impulsion de la croissance rapide des échanges internationaux de marchandises.

En 1967, les entrées nettes de capitaux à long terme avaient presque triplé et s'étaient élevées à \$350 millions, par suite essentiellement de la recrudescence

des appels à l'emprunt à l'étranger des compagnies de navigation. L'an dernier, elles se sont fortement inscrites en recul pour ne représenter que \$25 millions, le fléchissement des achats de navires neufs ayant, d'une part, ramené de \$230 millions à \$20 millions le volume des emprunts nets des compagnies de navigation et le montant net des investissements directs en Norvège étant, d'autre part, tombé de \$70 millions à \$30 millions, tandis que les prêts du secteur privé norvégien à des non-résidents progressaient de \$40 millions à \$50 millions. En revanche, la balance des mouvements officiels de capitaux a été en équilibre, étant donné, notamment, que le volume des remboursements de la dette publique n'a atteint que la moitié du montant enregistré en 1967. En ce qui concerne les mouvements de capitaux à court terme, des entrées nettes d'un faible montant ont fait place à des sorties nettes s'élevant à \$40 millions.

Canada. Une expansion considérable des ventes aux Etats-Unis et une augmentation notable des entrées de capitaux à long terme ont porté l'excédent de la balance de base du Canada de \$740 millions en 1967 (chiffre qui était déjà un record de l'après-guerre) à \$1.260 millions l'an dernier; quant à l'excédent global, il a atteint \$440 millions, soit \$100 millions de plus qu'en 1967.

Les exportations ont enregistré une progression de \$2 milliards, pour atteindre \$12,7 milliards, et les importations (sur la base f.o.b.), une avance de \$1,3 milliard, pour s'établir à \$11,4 milliards; l'excédent de la balance commerciale s'est donc accru de \$750 millions. Les ventes d'automobiles, de moteurs et de pièces de rechange ont augmenté de \$840 millions, soit de 52%, contre une progression de \$765 millions pour les achats (+38%), leur pourcentage dans le total des exportations et des importations passant à 20 et 25% respectivement. Pour toutes les autres catégories de produits, l'accroissement des ventes a été de 13,5%. Les exportations de cuivre, de nickel, d'aluminium et d'acier, stimulées par les pénuries provoquées par les grèves aux Etats-Unis, ont progressé de plus de \$250 millions. Les livraisons de bois de charpente, en grume et ouvré, se sont accrues à peu près d'autant; au contraire, les expéditions de blé ont fléchi de près de \$50 millions, malgré la forte augmentation des livraisons à la Chine continentale. Les importations (à l'exclusion également du secteur automobile) ont marqué un accroissement de 6%, mais leur rythme s'est accéléré dans le courant de l'année, en liaison avec celui de la demande interne. Pendant le premier trimestre de 1969, les exportations et les importations globales se sont accrues de 15 et de 16% respectivement, et l'excédent commercial a été à peu près le même que pendant le premier trimestre de 1968.

En ce qui concerne les transactions invisibles, le poste «Tourisme» a été en équilibre, après avoir dégagé en 1967 un surplus de \$400 millions, lié aux célébrations du centenaire de la Confédération canadienne. Les décaissements

Canada: Balance des paiements.

Postes	1967	1968 ¹				
		Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
en millions de dollars E.U.						
Commerce (f.o.b.)						
Exportations	10.635	12.680	3.065	3.150	3.130	3.335
Importations	10.085	11.380	2.785	2.735	2.815	3.045
Balance commerciale	+ 550	+1.300	+ 280	+ 415	+ 315	+ 290
Services						
Revenus des investissements . .	- 830	- 900	- 220	- 235	- 230	- 215
Tourisme	+ 395	- 5	-	+ 30	- 20	- 15
Divers	- 615	- 560	- 145	- 135	- 135	- 145
Total	-1.050	-1.465	- 365	- 340	- 385	- 375
Balance des paiements courants	- 500	- 185	- 85	+ 75	- 70	- 85
Mouvements de capitaux à long terme						
Nouvelles émissions de valeurs cana- diennes à l'étranger (en chiffres nets)	+ 890	+1.450	+ 270	+ 545	+ 415	+ 220
Transactions sur valeurs canadiennes en circulation . .	- 40	+ 35	- 35	+ 20	- 5	+ 55
Transactions sur valeurs étrangères	- 385	- 430	- 80	- 115	- 125	- 110
Investissements directs	+ 490	+ 385	+ 70	+ 200	+ 160	+ 95
Divers	+ 285	- 15	+ 20	+ 15	+ 85	+ 35
Total	+1.240	+1.425	+ 105	+ 665	+ 360	+ 295
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme	+ 740	+1.260	+ 20	+ 740	+ 290	+ 210
Mouvements de capitaux à court terme²	- 395	- 820	- 830	- 130	+ 10	+ 130
Balance totale (= variations des postes monétaires)	+ 345	+ 440	- 810	+ 610	+ 300	+ 340

¹ Les chiffres trimestriels de la balance des paiements courants sont corrigés des variations saisonnières. ² Y compris les facteurs d'ajustement.

nets au titre des revenus des investissements ont continué d'augmenter, pour atteindre \$900 millions, tandis que les dépenses nettes ont quelque peu fléchi dans les autres postes, en partie à cause d'une réduction de l'aide économique aux pays en voie de développement. Au total, le déficit des services s'est élevé à \$1,5 milliard. La réduction de \$500 millions à \$165 millions du déficit des paiements courants trouve sa contrepartie dans l'amélioration de \$400 millions environ intervenue dans la balance des transactions avec les Etats-Unis et dans la détérioration de \$100 millions enregistrée à l'égard des pays européens de l'O.C.D.E.

Les mouvements de capitaux ont été très irréguliers l'an dernier. L'annonce par le gouvernement des Etats-Unis, le 1er janvier 1968, d'un durcissement des

contrôles directs sur les investissements et les prêts à l'étranger a déclenché de vives attaques contre le dollar canadien et, pendant le premier trimestre, les sorties nettes de capitaux à court terme ont atteint \$830 millions. Le gouvernement des Etats-Unis ayant décidé, le 7 mars, d'exempter de ces contrôles les investissements américains au Canada, la confiance est revenue et, pour l'ensemble des trois trimestres suivants, les mouvements de capitaux à court terme ont été équilibrés. Un afflux net de capitaux à long terme intervenu au cours du deuxième trimestre a pratiquement compensé les pertes subies antérieurement au titre des mouvements de capitaux à court terme; en effet, le gouvernement canadien a emprunté au total \$235 millions à l'Allemagne fédérale, à l'Italie et aux Etats-Unis; d'autre part, \$420 millions ont été collectés à l'étranger par le secteur privé et un certain nombre de gouvernements provinciaux et de collectivités locales, au moyen d'émissions de titres d'emprunt, les remboursements s'élevant à \$110 millions. Enfin, les investissements directs pour compte étranger ont repris. Pour le deuxième trimestre, les entrées nettes de fonds à long terme se sont élevées au total à \$665 millions. Pendant le troisième et le quatrième trimestre, elles sont descendues à \$360 millions et à 300 millions respectivement, par suite, principalement, d'une contraction des nouvelles émissions d'obligations à l'étranger. Pour l'ensemble de l'année 1968, les entrées nettes de capitaux à long terme ont atteint \$1.425 millions, soit quelque \$200 millions de plus que l'année précédente. Le produit net des nouvelles émissions d'obligations placées à l'étranger s'est élevé à \$1.450 millions, dont \$450 millions environ provenant des marchés d'Europe continentale. La progression de ce poste (\$560 millions pour l'ensemble de l'année) a été toutefois compensée en grande partie par un renversement, à concurrence de \$300 millions, dans le poste «Divers» des mouvements de capitaux à long terme (essentiellement prêts bancaires et crédits à l'exportation), des entrées nettes d'un montant appréciable ayant fait place à des sorties nettes de faible importance. Les entrées nettes au titre des investissements directs ont fléchi de \$100 millions, en grande partie à cause d'une augmentation des investissements canadiens à l'étranger. Les variations dans les transactions sur les valeurs mobilières en circulation ont eu tendance à se compenser, les ventes nettes d'obligations et d'actions canadiennes à des étrangers ayant progressé de \$80 millions et les achats nets de valeurs étrangères par des Canadiens ayant augmenté de \$45 millions.

Japon. En 1968, l'économie japonaise a continué à se développer à un rythme rapide (le produit national brut a progressé de près de 14% en termes réels), tandis que la balance des paiements s'est très sensiblement améliorée. La balance globale, excédentaire de plus de \$300 millions en 1966, puis déficitaire de près de \$600 millions en 1967, s'est de nouveau soldée, l'an dernier, par un excédent qui a atteint \$1.100 millions. En 1967, l'état de surchauffe au Japon avait coïncidé

avec un ralentissement de l'activité économique dans la plupart des autres pays industriels; l'an dernier, à l'inverse, le développement de la demande étrangère a fait progresser les exportations japonaises et, tandis que le rythme d'accroissement des importations se ralentissait progressivement, en partie par suite des mesures budgétaires et monétaires restrictives adoptées antérieurement. Ces mesures ont été assouplies à la fin de l'été de 1968, après le retour à une situation des paiements excédentaire au cours du deuxième trimestre.

Les importations, d'après les données de la balance des paiements, ont augmenté de près de 13% en 1968, contre 23% l'année précédente. Ce ralentissement a eu pour causes principales les ajustements de stocks auxquels il a été procédé pendant le premier semestre, et un fléchissement des importations de produits sidérurgiques qui s'explique par un développement de la capacité de production

Japon: Balance des paiements.¹

Postes	1967	1968					1969
		Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars E.U.							
Commerce (f.o.b.)							
Exportations	10.230	12.750	2.570	3.110	3.325	3.745	3.280
Importations	9.070	10.220	2.450	2.565	2.480	2.725	2.670
Balance commerciale	+ 1.160	+ 2.530	+ 120	+ 545	+ 845	+ 1.020	+ 610
Services							
Transports	- 815	- 860	- 230	- 215	- 195	- 220	.
Revenus des investissements	- 180	- 255	- 60	- 50	- 65	- 80	.
Opérations gouvernementales ²	+ 475	+ 550	+ 120	+ 135	+ 135	+ 160	.
Divers	- 830	- 915	- 245	- 225	- 215	- 230	.
Total	- 1.350	- 1.480	- 415	- 355	- 340	- 370	- 425
Balance des paiements courants .	- 190	+ 1.050	- 295	+ 190	+ 505	+ 650	+ 185
Mouvements de capitaux à long terme .	- 815	- 250	- 110	- 20	+ 5	- 125	
Balance des paiements courants et des mouvements de capitaux à long terme	- 1.005	+ 800	- 405	+ 170	+ 510	+ 525	+ 95
Mouvements de capitaux à court terme³.	+ 435	+ 300	+ 160	+ 50	+ 30	+ 60	
Balance totale (= variations des postes monétaires)	- 570	+ 1.100	- 245	+ 220	+ 540	+ 585	+ 280

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

dans l'industrie de l'acier. Pendant le premier trimestre de 1968, les achats à l'étranger ont dépassé de 18% ceux de la période correspondante de 1967 et, pendant les trois autres trimestres, leur progression a été de 11%. Les exportations ont enregistré une expansion de près de 25% pour l'ensemble de l'année (contre 6% en 1967), et leur taux de progression a doublé entre le premier trimestre et le quatrième pour passer de 15 à 32%. En valeur absolue, l'excédent des ventes à l'étranger est passé de \$120 millions pour le premier trimestre à plus de \$1 milliard pour le quatrième et, pour l'ensemble de l'année 1968, il a atteint \$2,5 milliards.

D'après les statistiques douanières, il apparaît que les ventes aux Etats-Unis et à l'Allemagne fédérale ont fait un bond de 36 et de 34% respectivement, tandis que les livraisons à destination du Royaume-Uni ont progressé de 23%. Ces trois pays ont contribué pour près de moitié à l'accroissement des exportations japonaises. Les ventes à l'Asie du Sud-Est, qui étaient presque aussi importantes en 1967 que celles à destination des Etats-Unis, ont augmenté de 24%. Tandis que les livraisons à l'étranger de machines et de biens d'équipement progressaient de 29% — à l'intérieur de ce groupe de produits, les ventes de véhicules à moteur ont augmenté de 64% — les exportations de produits textiles ne se sont accrues que de 16%.

Le déficit structurel des opérations invisibles s'est aggravé de \$130 millions pour atteindre \$1.480 millions. Le poste dont l'augmentation a été la plus forte (\$75 millions) a été celui des décaissements au titre des intérêts et des dividendes. La faible progression des dépenses nettes au titre des transports (\$45 millions contre \$200 millions en 1967) reflète l'expansion plus modérée des achats à l'étranger l'an dernier. La balance des paiements courants est passée d'un déficit de \$190 millions à un excédent de \$1.050 millions, inférieur de \$200 millions au chiffre record de 1966. Le premier trimestre de 1969 a été également marqué par un renversement de la situation de la balance des opérations courantes par rapport à la période correspondante de 1968: le déficit de \$300 millions enregistré alors a fait place à un excédent de près de \$200 millions, dû entièrement à un surplus d'exportations plus élevé.

Les sorties nettes de capitaux à long terme, qui avaient dépassé \$800 millions au cours des deux années précédentes, se sont notablement contractées, revenant à \$250 millions en 1968, à la suite d'une intensification des entrées de capitaux étrangers au Japon. Les emprunts à échéance relativement éloignée des sociétés japonaises auprès d'organismes financiers d'autres pays sont passés de \$60 millions à \$480 millions, et les achats étrangers de valeurs mobilières japonaises — dont les cours étaient tombés à des niveaux assez bas en 1967 — ont progressé

de \$70 millions à \$230 millions. Les entrées nettes de capitaux à court terme ont fléchi de \$435 millions à \$300 millions. Si les entrées de capitaux à court terme identifiées (il s'agit principalement de crédits commerciaux) se sont contractées de \$300 millions environ, le solde des transactions non identifiées s'est amélioré de \$170 millions, des sorties nettes ayant fait place à des entrées nettes.

IV. OR, RÉSERVES MONÉTAIRES ET CHANGES.

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

Après avoir marqué un recul sensible en 1967, la production mondiale d'or (à l'exclusion de celle de l'U.R.S.S., des autres pays de l'Europe de l'Est, de la Chine continentale et de la Corée du Nord) s'est inscrite en légère progression (+ 250.000 onces) en 1968, pour s'établir à 40,4 millions d'onces. La cause de cette expansion réside essentiellement dans l'augmentation de la production des mines d'Afrique du Sud, le tonnage global des autres pays du monde occidental n'ayant cessé de s'amenuiser.

Production mondiale d'or.

Pays	1929	1940	1946	1953	1964	1965	1966	1967	1968
	poids, en milliers d'onces de fin								
Afrique du Sud . . .	10.412	14.046	11.927	11.941	29.137	30.540	30.869	30.535	31.169
Canada	1.928	5.333	2.849	4.056	3.835	3.606	3.319	2.962	2.688
Etats-Unis	2.059	4.870	1.575	1.958	1.456	1.705	1.803	1.585	1.533
Australie	427	1.644	824	1.075	964	878	917	801	815
Ghana	208	986	586	731	865	755	684	763	727
Japon	335	867	40	258	460	519	555	678	614
Philippines	163	1.121	1	481	425	437	454	491	500
Colombie	137	632	437	437	365	319	281	258	240
Mexique	655	893	420	483	210	216	214	183	145
Total	16.324	30.292	18.659	21.420	37.719	39.975	39.096	38.256	38.431
Autres pays ¹ . . .	2.016	7.178	2.771	2.840	2.452	2.165	2.104	1.914	1.989
Evaluation de la production mondiale ¹	18.340	37.460	21.430	24.260	40.170	41.140	41.200	40.170	40.420
Valeur	en millions de dollars E.U.								
approximative									
de la production									
mondiale sur la base									
de \$35 l'once de fin	640 ²	1.310	750	850	1.405	1.440	1.440	1.405	1.415

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

Faisant suite à un fléchissement de 330.000 onces en 1967, l'extraction s'est accrue en Afrique du Sud de 630.000 onces au cours de 1968, pour atteindre un niveau record de près de 31,2 millions d'onces. Cet accroissement aurait été un peu plus important si la principale mine d'or d'Afrique du Sud, à savoir West Driefontein, n'avait connu un arrêt temporaire d'activité au cours des deux

derniers mois de l'année. Trois nouvelles mines ont été ouvertes au cours de l'année, renforçant la production totale de 860.000 onces et, en outre, le volume de l'or extrait dans les autres mines récentes a augmenté de 440.000 onces. Dans les zones plus anciennes, en revanche, la quantité de métal produit a fléchi de 670.000 onces.

Comme dans les années précédentes, les bénéfices par once d'or extrait ont continué à diminuer. En ce qui concerne les gisements récemment exploités, dont la part dans la production totale de l'Afrique du Sud est passée de 82 à 85%, le bénéfice est tombé de \$15,45 à \$14,95 l'once (compte non tenu des profits retirés de la production d'uranium). En revanche, le bénéfice total est passé, du fait de l'augmentation de la production, de \$388 millions à \$395 millions. Dans les mines plus anciennes, le profit moyen par once de métal a reculé de \$3,55 à \$2,60 et le bénéfice total a fléchi de \$16 millions à moins de \$11 millions; sur les dix-sept mines de ce groupe, sept ont travaillé à perte. En 1968, le gouvernement sud-africain a lancé un nouveau programme aux termes duquel les mines qui, autrement, auraient dû cesser leur activité dans les huit années à venir, peuvent solliciter l'aide de l'Etat, soit sous forme de dégrèvements fiscaux, soit sous forme de subventions gouvernementales.

Au Canada, deuxième producteur mondial, l'extraction de métal a accusé une nouvelle diminution de 275.000 onces en 1968, pour s'établir à 60% seulement du niveau record atteint en 1961. Aux Etats-Unis, la production a diminué de 50.000 onces par rapport à 1967, en raison principalement des grèves qui ont éclaté au début de l'année dans les mines de cuivre qui extraient l'or comme sous-produit et fournissent un tiers environ de la production nationale. Dans le reste du monde occidental, l'extraction a également fléchi de 60.000 onces au total.

En ce qui concerne les utilisations de l'or, la situation s'est brutalement modifiée à la suite de la suspension des arrangements du pool de l'or en mars 1968. Au cours des six mois allant d'octobre 1967 à mars 1968, les ventes officielles sur le marché, destinées à éviter le franchissement du cours plafond de \$35,20 l'once, ont provoqué une réduction de la contre-valeur de \$2.720 millions (sur la base de \$35 l'once) des avoirs officiels en métal du monde occidental. La production courante s'étant chiffrée, selon toute vraisemblance, à \$700 millions environ au cours de cette période, il en résulte que, compte tenu des achats, estimés à \$300 millions environ, effectués par les pays autres que ceux du monde occidental, la demande d'or à des fins non monétaires s'est élevée à \$3,1 milliards. Sur ce montant, les besoins courants de l'industrie et la thésaurisation traditionnelle auraient absorbé \$650 millions seulement; le solde, soit \$2,5 milliards, représenterait, semble-t-il,

des achats de caractère spéculatif ou «de couverture». Ce volume exceptionnel d'or détenu par le public a joué un rôle important au cours des mois suivants dans l'évolution de la situation du marché, au moment où l'équilibre entre l'offre et la demande n'a plus été assuré par les cessions de métal prélevé sur les encaisses officielles.

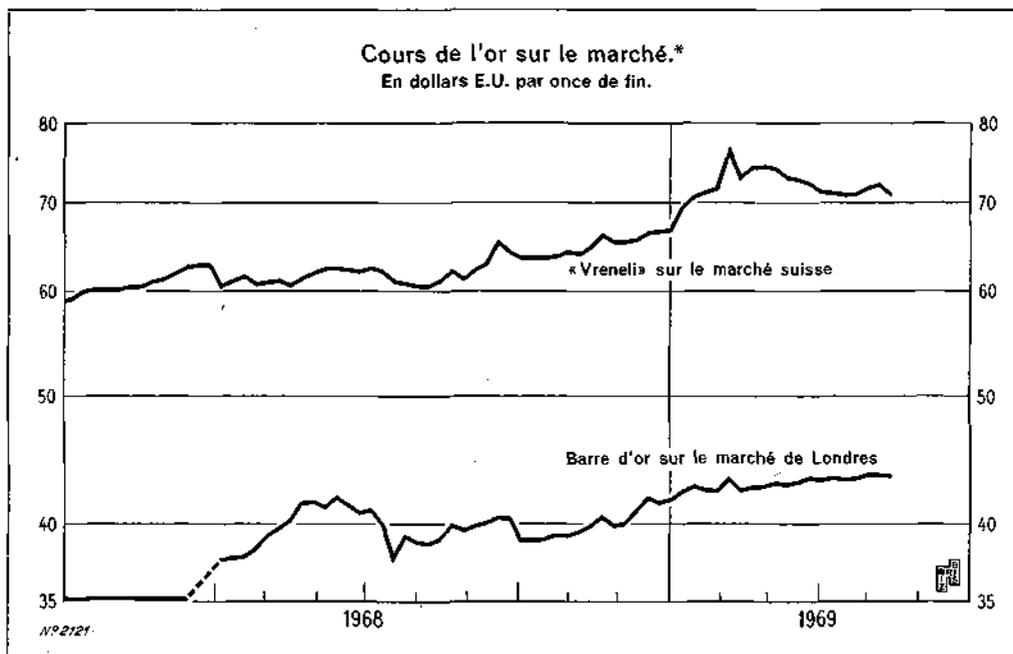
Origines et utilisations de l'or (évaluations).

	1966	1968	1967 janvier à septembre	Octobre 1967 à mars 1968	1968 avril à décembre
	en millions de dollars E.U.				
Production d'or	1.440	1.440	1.060	705	1.060
Ventes de l'U.R.S.S.	550	—	—	—	—
Total	1.990	1.440	1.060	705	1.060
Variation des réserves officielles de métal du monde occidental	220	— 45	— 230	— 2.720	655
Autres utilisations	1.770 ¹	1.485 ²	1.290	3.425 ³	405

¹ Y compris un montant estimé à \$150 millions d'achats effectués par la Chine. ² Y compris un montant estimé à \$75 millions d'achats effectués par la Chine. ³ Y compris un montant estimé à \$300 millions d'achats effectués par les pays autres que ceux du monde occidental.

A partir du deuxième trimestre de 1968, la situation s'est renversée par rapport à la période allant d'octobre 1967 à mars 1968. Les réserves mondiales d'or ont progressé de \$655 millions au cours des trois derniers trimestres de l'année, du fait principalement qu'après mars 1968, l'Afrique du Sud n'a offert sur le marché qu'un faible montant de sa production. Sur la base du prix officiel de \$35 l'once de fin, on peut estimer que, pendant cette période, l'apport total d'or nouveau au marché n'a pas dépassé la contre-valeur de \$400 millions environ, dont \$170 millions en provenance de l'Afrique du Sud. Comme, de toute évidence, cet apport était très insuffisant pour couvrir les besoins courants de l'industrie, il s'est produit, semble-t-il, un vaste mouvement de «déthésaurisation». En outre, tout porte à croire qu'une fraction considérable des avoirs en or accumulés par le public, à des fins spéculatives, entre octobre 1967 et mars 1968 a été cédée à des «investisseurs» plus stables.

On peut distinguer, grosso modo, deux périodes principales dans l'évolution de la situation sur le marché de l'or depuis la suppression du plafond d'intervention. Entre le 15 mars et la fin octobre 1968, tout d'abord, le cours du métal a enregistré des fluctuations prononcées, mais aucune tendance nettement définie ne s'est dégagée. Pendant la seconde période, en revanche, qui s'étend d'octobre 1968 à mars 1969, les cours ont eu tendance à augmenter d'une façon assez continue, tandis que les variations étaient sensiblement moins prononcées.



Après avoir atteint près de \$45 l'once à Zurich, lors des séances qui ont suivi immédiatement la suspension des ventes officielles, le cours de l'or s'est établi à \$37,80 environ, à la réouverture du marché de Londres le 1er avril 1968, et des signes d'une nouvelle baisse se sont manifestés avec la perspective d'ouverture de pourparlers de paix au Viêt-nam. Toutefois, une déclaration du gouvernement sud-africain, affirmant qu'il ne vendrait pas de l'or au marché pour le moment, a provoqué un raffermissement des cours pendant la deuxième semaine d'avril. Le mouvement de hausse s'est poursuivi par la suite sous l'effet des accès de faiblesse du dollar et du déclenchement de la crise française. Pendant la deuxième quinzaine de mai, le cours de l'or a atteint un niveau record (plus de \$42 l'once) à la séance officielle du marché de Londres; si l'application du contrôle des changes en France a permis de protéger quelque peu le marché des répercussions de la situation dans ce pays, la faiblesse continue de la livre a contribué à maintenir le cours de l'or à un niveau relativement élevé jusqu'au début de juillet. Sur ces entrefaites, l'annonce que des négociations avaient été engagées sur l'octroi de nouveaux arrangements en faveur de la livre a cependant provoqué un recul sensible du cours du métal, qui est tombé, le 17 juillet, à son niveau le plus bas (\$37,80). L'espoir de voir l'Afrique du Sud reprendre ses ventes d'or semble également avoir joué un rôle dans le changement de climat sur le marché, mais le démenti opposé le 18 juillet par le Ministre des Finances d'Afrique du Sud a été suivi d'un nouveau raffermissement des cours. A la suite

de l'intervention de l'Union Soviétique en Tchécoslovaquie, le cours de \$40 a été touché durant la deuxième quinzaine d'août et sa progression s'est poursuivie tout au long des premières séances de septembre, en raison, en partie, de l'abolition du contrôle des changes en France. Le nouvel espoir d'un changement dans la politique de l'or de l'Afrique du Sud au moment de l'Assemblée générale du F.M.I. a provoqué une certaine détente et le cours s'est maintenu aux environs de \$39 pendant tout le mois d'octobre.

A partir de novembre, cependant, le cours de l'or a de nouveau accusé une tendance assez ferme à la hausse, qui s'explique moins par l'étendue de la demande que par la raréfaction de l'offre. Dans un premier temps, cette nouvelle poussée des cours a reflété en partie la nervosité croissante du marché des changes; par la suite, du fait peut-être de ventes effectuées par l'Afrique du Sud, les cotations sur le marché ne se sont jamais rapprochées de leur niveau record atteint en mai, même au plus fort de la crise des changes dans la deuxième quinzaine de novembre. Le mouvement ascendant s'est poursuivi en décembre, les opérateurs n'écartant pas l'éventualité d'une modification, par la nouvelle Administration américaine, de la politique à l'égard de l'or; à la mi-janvier, les cours ont commencé à dépasser le niveau record de \$42,50 qui avait été enregistré depuis la suspension des arrangements régissant le fonctionnement du pool de l'or et, dans la deuxième semaine de mars 1969, un nouveau maximum était atteint avec \$43,82, la demande s'étant trouvée stimulée par les incertitudes à l'égard du franc français. Par la suite, le cours s'est quelque peu infléchi mais, bien que la réapparition de l'agitation sur le marché des changes au début de mai n'ait eu que peu d'effet sur les cotations, le cours de l'or à la séance officielle du marché de Londres s'établissait, au milieu de mai aux alentours de \$43,50, dépassant de plus de \$5,5 le niveau auquel il s'était établi lors de la réouverture du marché en avril 1968.

Depuis le mois d'avril 1968, la cote des pièces d'or a suivi une évolution quelque peu semblable à celle du cours de la barre, même si, dans la plupart des cas, sa progression a été plus accentuée. Lors de la réouverture du marché de l'or de Londres en avril 1968, la pièce suisse de vingt francs a été cotée à un peu plus de \$60 l'once, accusant ainsi, en un an, une hausse d'environ \$5 l'once de fin. Pendant les premiers mois de fonctionnement du double marché, et malgré la crise française, le cours du Vreneli a toutefois progressé à un rythme relativement plus lent que celui de la barre. Puis un mouvement de hausse s'est amorcé en août 1968, qui a porté le cours, au début de février 1969, à son niveau record, équivalant approximativement à \$76 l'once de fin. Un léger fléchissement est intervenu par la suite et, vers le 15 mai, l'or était coté à un niveau correspondant à \$71 l'once de fin environ.

Après être tombées de \$41,6 milliards environ à \$40,2 milliards au premier trimestre, les réserves officielles d'or du monde occidental ont progressé à \$40,9 milliards environ à la fin de 1968, pour se retrouver alors à un niveau légèrement inférieur à celui de la fin de 1961.

Comme on pouvait s'y attendre, le recul de \$1.370 millions, enregistré au premier trimestre de 1968, a touché essentiellement les sept pays qui participaient activement au pool de l'or; les encaisses-or nationales de ces pays ont en effet fléchi de \$2.045 millions au total au cours du trimestre considéré, dont \$180 millions représentaient des ventes nettes de métal par les Etats-Unis à des pays autres que les membres actifs du pool; en outre, la quasi-totalité de la diminution de \$280 millions de la position négative au comptant de la B.R.I. au cours de ce trimestre a eu pour contrepartie un fléchissement du montant global des encaisses des

Encaisses-or dans le monde.

Pays ou zones	Variations en				Montants disponibles à fin 1968
	1966	1967	1968 janvier-mars	1968 avril-décembre	
en millions de dollars E.U.					
Etats-Unis	- 570	- 1.170	- 1.365	+ 190	10.690
Royaume-Uni	- 325	- 650	+ 200	- 20	1.475
Pays continentaux d'Europe occidentale	+ 250	+ 150	- 860	+ 185	20.410
<i>dont:</i>					
Allemagne fédérale	- 120	- 65	- 255	+ 570	4.540
Belgique	- 35	- 45	- 60	+ 105	1.525
France	+ 530	- 5	-	- 1.360	3.875
Irlande	-	-	+ 10	+ 40	80
Italie	+ 10	- 15	- 25	+ 550	2.925
Pays-Bas	- 25	- 20	- 55	+ 45	1.695
Portugal	+ 70	+ 55	+ 10	+ 145	855
Suède	-	-	-	+ 20	225
Suisse	- 200	+ 250	- 485	+ 20	2.625
Autres	+ 20	- 5	-	+ 50	2.065
Canada	- 105	- 30	- 40	- 115	865
Japon	-	+ 10	+ 5	+ 15	355
Amérique latine	- 70	+ 15	+ 5	+ 30	1.035
Moyen-Orient	- 55	+ 95	+ 150	+ 120	1.090
Autres pays d'Asie	- 25	+ 60	+ 15	+ 25	750
Autres pays d'Afrique	+ 210	+ 105	+ 175	+ 565	1.620
<i>dont:</i>					
Afrique du Sud	+ 210	- 35	+ 160	+ 500	1.245
Autres pays	+ 5	+ 15	+ 35	+ 100	430
Total, tous pays	- 685	- 1.400	- 1.680	+ 1.095	38.920
Organismes internationaux	+ 640	- 180	+ 310	- 440	1.970
<i>dont:</i>					
B.R.I.	+ 135	- 200	+ 280	- 5	- 350
Fonds Européen	- 10	- 10	-	- 10	30
F.M.I.	+ 515	+ 30	+ 30	- 425	2.290
Total général	- 45	- 1.580	- 1.370	+ 655	40.890

sept pays. Abstraction faite de ces deux mouvements, les pertes de métal subies par ces pays du fait de leur participation à l'approvisionnement du marché, par l'intermédiaire du pool de l'or, peuvent donc être évaluées à quelque \$1,6 milliard pour le premier trimestre de 1968.

Les sorties d'or enregistrées par les Etats-Unis au premier trimestre de 1968 (\$1.365 millions) s'expliquent, à raison de \$53 millions, par l'absorption de métal par l'industrie américaine et, à concurrence du solde, par des ventes aux autorités monétaires étrangères. Les cessions au Royaume-Uni s'élèvent à elles seules à \$900 millions au total, soit un chiffre qui devrait correspondre approximativement à la contribution américaine aux ventes du pool de l'or pendant le trimestre. Les autres pays européens du monde occidental ont acheté l'équivalent de \$295 millions d'or aux Etats-Unis; sur ce montant, \$283 millions représentent les acquisitions de métal par les pays membres du pool, à savoir: Italie \$184 millions, Pays-Bas \$49 millions, Belgique \$25 millions, Suisse \$25 millions. Les cessions d'or des Etats-Unis aux autres pays ont atteint un montant net de \$122 millions pendant le trimestre considéré.

Si tous les autres membres actifs du pool de l'or, à l'exception du Royaume-Uni, ont enregistré des pertes d'encaisse durant le premier trimestre de 1968, deux pays seulement ont fait état d'une diminution notable de leurs réserves métalliques: la Suisse, et l'Allemagne à concurrence respectivement de \$485 millions et \$255 millions. Les pertes subies par l'Allemagne sont probablement liées à sa participation au pool de l'or, celles de la Suisse reflétant principalement la liquidation de swaps sur or conclus avec la B.R.I. Le renforcement de \$200 millions du stock métallique du Royaume-Uni résulte notamment des livraisons effectuées par d'autres pays membres du pool de l'or en règlement des interventions de la Banque d'Angleterre pour le compte du pool au cours du dernier trimestre de 1967.

Les réserves d'or des pays qui ne participaient pas activement aux opérations du pool se sont accrues de \$365 millions de janvier à mars 1968. L'encaisse de l'Afrique du Sud a progressé de \$160 millions et celle des pays du Moyen-Orient de \$150 millions (dont \$74 millions pour le compte du Liban); en revanche, les réserves métalliques du Canada ont accusé une baisse de \$40 millions, qui correspond grosso modo à la cession, aux Etats-Unis, de la contre-valeur de \$50 millions d'or.

L'accroissement de \$655 millions des réserves officielles en or du monde occidental, enregistré d'avril à décembre 1968, est dû principalement à l'Afrique du Sud; grâce à la situation favorable de sa balance des paiements courants et à d'importantes entrées de capitaux, ce pays a été en effet en mesure de renforcer

ses propres réserves de \$500 millions par prélèvement sur sa production courante. Au surplus, les ventes d'or sud-africain sont presque entièrement à l'origine de l'augmentation de \$145 millions des réserves du Portugal. Mis à part ces deux pays, les encaisses-or dans le monde n'ont progressé que de \$10 millions au cours des neuf derniers mois de 1968; en conséquence, les mouvements d'une assez grande ampleur qui ont affecté les encaisses de certains pays reflètent simplement un aménagement des stocks existants y compris ceux des organismes internationaux.

Parmi les principaux pays industrialisés, ceux dont les encaisses ont enregistré la plus forte progression au cours de cette période de neuf mois sont l'Allemagne fédérale (+ \$570 millions), l'Italie (+ \$550 millions), les Etats-Unis (+ \$190 millions) et la Belgique (+ \$105 millions). En revanche, l'encaisse de la France a fléchi de \$1.360 millions et celle du Canada de \$115 millions. Quant aux gains réalisés par l'Allemagne, l'Italie et la Belgique, ils s'expliquent, à concurrence respectivement de \$185 millions, \$144 millions et \$56 millions, par les ventes d'or du F.M.I. à l'occasion des tirages effectués par la France et le Royaume-Uni sur cet organisme en juin 1968. Le reste de l'accroissement des réserves allemandes et italiennes représente principalement la contrepartie de ventes françaises.

Les achats d'or à la France se sont également traduits par un renforcement de \$600 millions de l'encaisse des Etats-Unis qui a, en outre, bénéficié d'un appoint de \$95 millions en provenance du Royaume-Uni et des Pays-Bas. A la même époque cependant, les Etats-Unis ont cédé \$155 millions de métal à différents pays d'Europe et les ventes nettes à des pays non européens se sont poursuivies à un rythme plus élevé que durant n'importe quelle année précédente (Asie \$235 millions et reste du monde \$100 millions). La plupart des transactions avec les pays situés en dehors de l'Europe ont eu lieu au cours des deuxième et troisième trimestres de l'année, période durant laquelle les pays de la zone sterling ont prélevé l'équivalent de \$175 millions d'or au total. Au dernier trimestre de 1968, à la suite de l'application des arrangements prévoyant l'octroi d'une garantie de change sur les avoirs en livres des pays de la zone sterling, les cessions de métal à des pays situés hors d'Europe ont été pratiquement nulles.

La diminution de \$1.360 millions des réserves d'or de la France traduit les répercussions qu'ont exercées les troubles sociaux sur la balance des paiements. Pour le seul mois de juin, les pertes se sont chiffrées à près de \$500 millions. Avec la France, le Canada a été le seul pays du Groupe des Dix à connaître une baisse sensible de son encaisse. En mai, les autorités canadiennes ont vendu pour \$50 millions d'or à l'Italie et, en septembre, elles ont prélevé sur leur stock l'équivalent de \$63 millions pour rembourser le F.M.I.

Au total, les avoirs en or des pays membres du Groupe des Dix se sont accrus de \$20 millions d'avril à décembre 1968 et ceux des autres pays de l'O.C.D.E. de \$215 millions, dont \$145 millions pour le compte du Portugal. Les réserves métalliques des pays ne faisant pas partie de l'O.C.D.E. ont augmenté de \$860 millions, ou de \$360 millions si l'on ne tient pas compte de l'Afrique du Sud; sur ce dernier montant, \$120 millions représentent l'augmentation des réserves des pays du Moyen-Orient, le solde étant réparti assez uniformément entre les autres régions. Prises dans leur ensemble, les encaisses des différents pays ont progressé de \$1.095 millions entre le 31 mars et le 31 décembre 1968.

Pendant cette même période de neuf mois, les avoirs en or des organismes internationaux ont fléchi de \$440 millions, dont \$425 millions de pertes enregistrées par le F.M.I. qui, pour se procurer les monnaies nécessaires au financement des tirages français et britannique en juin 1968, a procédé notamment à des ventes de métal à concurrence de \$545 millions.

Selon des estimations provisoires, les encaisses-or du monde occidental ont marqué une nouvelle augmentation de \$115 millions pendant le premier trimestre de 1969. Les réserves métalliques des pays se sont renforcées de quelque \$35 millions, les principales variations ayant été enregistrées en hausse par l'Afrique du Sud (+\$125 millions) de même que la Suisse (+\$20 millions), et en baisse par les Etats-Unis(—\$55 millions) ainsi que la France (—\$50 millions). Les avoirs en or de l'ensemble des organismes internationaux se sont accrus de \$80 millions, en raison essentiellement de la réduction de \$65 millions de la position négative au comptant sur or de la B.R.I.

Fonds Monétaire International.

En 1968, le Fonds Monétaire a connu une activité exceptionnellement intense. Le montant net des tirages s'est établi à \$1.390 millions, chiffre qui n'a été dépassé qu'en 1961 et 1965. Le volume brut des transactions n'a jamais été aussi élevé au cours d'une année civile: les prélèvements ont atteint \$3.550 millions et les rachats de monnaies nationales (y compris les remboursements résultant de tirages effectués par d'autres membres) \$2.160 millions. Si les transactions avec quelques grandes nations sont à l'origine de l'essentiel de l'activité déployée par le Fonds en 1968, il y a également lieu de souligner que le volume des opérations conclues avec les pays en voie de développement n'a jamais atteint une telle ampleur.

Fonds Monétaire International: Tirages et rachats de monnaies en 1968.

Pays ou zones	Tirages	Rachats de monnaies nationales	Tirages nets
	en millions de dollars E.U.		
Etats-Unis	200	992 ¹	- 792
Canada	426	186 ²	240
Royaume-Uni	1.400	185	1.215
France	745	1	744
Autres pays d'Europe	31	89	- 58
Nouvelle-Zélande	—	99	- 99
Afrique du Sud	62	—	62
Pays en voie de développement	688	609 ³	79
dont:			
Argentine	—	74 ³	- 74
Brésil	75	87	- 12
Inde	—	98	- 98
Maroc	50	2	48
Philippines	55	—	55
République Arabe Unie	63	69	- 6
Total	3.552	2.161	1.391

¹ Y compris les remboursements, à concurrence de \$806 millions, résultant des tirages effectués par d'autres membres.
² Y compris les remboursements, à concurrence de \$121 millions, résultant des tirages effectués par d'autres membres.
³ Y compris les remboursements, à concurrence de \$ 55 millions, résultant des tirages effectués par d'autres membres.

Dans les régions développées du globe, l'activité du Fonds en 1968 a été dominée par les transactions effectuées par quatre pays - Canada, France, Royaume-Uni et Etats-Unis - et par celles qui ont affecté leur position.

En premier lieu, le Canada a prélevé \$426 millions sur le Fonds en février 1968, lorsque le dollar canadien a été soumis à de fortes pressions résultant du renforcement des contrôles directs appliqués par le gouvernement des Etats-Unis aux investissements étrangers et aux prêts à des non-résidents. Ce tirage représentait la totalité de la tranche-or et de la super-tranche-or du Canada (\$391 millions), ainsi que le remboursement du prêt de \$35 millions que le Canada avait octroyé au Fonds Monétaire dans le cadre des Accords Généraux d'Emprunt. Une partie seulement du tirage canadien (\$185 millions), c'est-à-dire la part correspondant au montant de la souscription en or du Canada, était assortie d'une obligation de remboursement. Comme la crise du dollar canadien a été de courte durée, cette dette fut rapidement éteinte grâce, en partie, aux tirages français et britannique en dollars canadiens effectués en juin 1968, à concurrence de \$121 millions au total et, pour le solde, par le remboursement direct, en septembre, d'un montant de \$64 millions.

Puis, en juin 1968, la France a procédé à un tirage de \$745 millions, qui devait permettre de faire face aux lourdes pertes de change engendrées par la crise qui s'était déclenchée vers la mi-mai. Comme dans le cas du Canada, le

prélèvement effectué par la France a épuisé à la fois la tranche-or et la super tranche-or. La France a bénéficié, en outre, d'un appoint de \$140 millions de devises résultant du transfert à d'autres pays signataires des Accords Généraux d'Emprunt des créances qu'elles avaient accumulées auparavant dans le cadre de ces Accords.

En juin 1968 également, le Royaume-Uni décidait d'utiliser la totalité du crédit stand-by de \$1,4 milliard qui lui avait été consenti par le F.M.I. immédiatement après la dévaluation de la livre en novembre 1967. Vers la fin de l'année, il a procédé, pour un montant de \$185 millions, à deux rachats sur son tirage de \$1,4 milliard de 1965. A la fin de 1968, les avoirs du Fonds en sterling représentaient 193% de la quote-part du Royaume-Uni.

Il convient de signaler enfin la reconstitution complète de la position des Etats-Unis à l'intérieur de leur tranche-or, position qui a progressé de \$420 millions au début de l'année à \$1.290 millions fin décembre. Cette amélioration résulte principalement des tirages sur le Fonds opérés par les trois pays mentionnés précédemment. Sur le montant total de \$806 millions prélevés sous forme de dollars des Etats-Unis en 1968, \$600 millions correspondent, en effet, à la participation américaine au financement des tirages canadien, français et britannique. La position à l'intérieur de la tranche-or des Etats-Unis s'est, en outre, élargie de \$85 millions en 1968, par suite de transactions conclues par les Etats-Unis avec le Fonds. En mars, les autorités américaines ont prélevé la contre-valeur de \$200 millions en différentes monnaies, tandis qu'en novembre et en décembre, elles ont procédé à des rachats pour l'équivalent de \$285 millions.

En ce qui concerne les autres pays développés, les principales opérations ont porté sur un tirage de \$62 millions de l'Afrique du Sud et sur des rachats, de \$99 millions et \$63 millions respectivement, par la Nouvelle-Zélande et la Finlande. Si les tirages effectués par les pays en voie de développement ont atteint, en chiffres bruts, \$688 millions, les rachats de monnaie nationale effectués par ces pays pour un montant de \$609 millions ont limité à \$79 millions les prélèvements nets sur les ressources du F.M.I. Dans ce groupe, les principaux bénéficiaires de l'aide du F.M.I. ont été le Maroc et les Philippines, pour des montants atteignant respectivement \$50 millions et \$55 millions. En revanche, l'Inde et l'Argentine ont réduit leurs engagements de \$98 millions et \$74 millions respectivement. Ce dernier montant s'explique, à raison de \$55 millions, par les tirages en pesos argentins effectués par d'autres membres. Le Brésil et la République Arabe Unie ont également remboursé de précédents emprunts, mais ces opérations se sont trouvées pratiquement compensées par de nouveaux tirages.

Dix-huit monnaies différentes ont été tirées sur le Fonds en 1968, contre vingt-et-une l'année précédente. A cet égard, le trait le plus remarquable de

l'activité du Fonds, au cours de l'an dernier, a été l'utilisation étendue du dollar des Etats-Unis dans les tirages, pour un montant qui n'a été dépassé qu'en 1957 et 1961. En chiffres bruts, les principales monnaies utilisées ont été le deutsche mark (\$841 millions), le dollar des Etats-Unis (\$806 millions) et la lire italienne (\$478 millions). Viennent ensuite, dans l'ordre décroissant, les tirages bruts en florins néerlandais (\$298 millions), francs belges (\$246 millions), dollars canadiens (\$139 millions), dollars australiens (\$120 millions) et yens japonais (\$102 millions). Comme les avoirs du Fonds en dollars des Etats-Unis s'élevaient en 1968 à plus de 75% de la quote-part de ce pays, aucun rachat de monnaies nationales n'a donc été effectué contre dollars et cette devise s'est classée largement en tête, en chiffres nets, des monnaies utilisées à l'occasion des tirages, suivie du deutsche mark, du florin, de la lire et du dollar canadien.

En dehors du dollar des Etats-Unis, les avoirs du Fonds en les principales autres monnaies utilisées en 1968 à l'occasion des tirages n'ont pas fléchi dans de fortes proportions; dans certains cas, on a même enregistré une progression. Cette situation s'explique notamment par le fait qu'une grande partie des ressources nettes prélevées en un certain nombre de monnaies dominantes, autres que le dollar des Etats-Unis, provenaient des ventes d'or du Fonds et des emprunts effectués dans le cadre des Accords Généraux d'Emprunt. Aux termes des tirages français et britannique, le F.M.I. a été amené à céder l'équivalent de \$547 millions d'or à d'autres Etats membres. L'accroissement net de \$521 millions en 1968 du volume global des monnaies empruntées par le F.M.I. aux pays signataires des Accords Généraux d'Emprunt résulte des nouveaux appels, à concurrence de \$741 millions en chiffres bruts, destinés à faire face aux opérations de financement des tirages français et britannique, déduction faite des remboursements de prêts antérieurs pour un montant total de \$220 millions.

Au cours du premier trimestre de 1969, le montant net des remboursements effectués au Fonds par les pays membres s'est établi à \$405 millions, les rachats de livres par le Royaume-Uni, à concurrence de \$200 millions en février et \$123 millions en mars, ayant constitué les principales opérations.

Depuis que le projet d'amendement des statuts du F.M.I., portant création, dans le cadre de cet organisme, d'une facilité nouvelle sous forme de Droits de Tirage Spéciaux (D.T.S.) et aménagement des règles et procédures régissant actuellement le fonctionnement du Fonds, a été présenté aux Gouverneurs du F.M.I. en avril 1968, la ratification dudit projet a suivi son cours. A la fin mars 1969, quarante-deux pays, représentant tout juste 60% du total des droits de vote des membres du Fonds, avaient officiellement donné leur accord au projet d'amendement. Ce dernier entrera en vigueur dès qu'il aura été accepté par trois cinquièmes des membres du F.M.I. totalisant 80% des droits de vote.

Réserves officielles et autres mouvements monétaires.

Etats-Unis. A la suite d'un afflux net record de capitaux à long terme aux Etats-Unis, la situation de la balance américaine des paiements, dressée sur la base des fluctuations de la position de liquidité extérieure, a été voisine de l'équilibre, en 1968, marquant même, en fait, un léger excédent de \$160 millions. La structure générale des mouvements monétaires ayant donné naissance à ce léger excédent a été déterminée par des entrées de fonds à court terme aux Etats-Unis, d'une ampleur exceptionnelle, par le canal des banques. Cet afflux de ressources, qui s'est traduit par un gonflement de \$3.830 millions des engagements à court terme des Etats-Unis envers des non-résidents autres que des autorités monétaires, a deux origines principales. Il s'explique d'abord par les appels répétés des banques américaines, par le truchement de leurs succursales à l'étranger, aux ressources du marché de l'Euro-dollar. L'endettement des banques établies aux Etats-Unis envers leurs agences étrangères s'est en effet accru de \$2.735 millions sur l'ensemble de l'année 1968. En second lieu, les avoirs en dollars des particuliers non-résidents ont augmenté sous l'effet des crises financières qui ont touché certaines autres monnaies.

Etats-Unis: Mouvements monétaires avec l'étranger.

Postes	1967	Année entière	1968				1969 1er trimestre
			1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre	
en millions de dollars E. U. (+ = accroissement des avoirs, diminution des engagements)							
Réserves	- 50	+ 880	- 905	+ 140	+ 570	+ 1.075	+ 50
<i>dont:</i>							
Or	- 1.170	- 1.175	- 1.365	- 20	+ 75	+ 135	- 55
Avoirs en devises	+ 1.025	+ 1.185	+ 400	- 265	+ 475	+ 575	+ 75
Tranche-or au F. M. I.	+ 95	+ 870	+ 60	+ 425	+ 20	+ 365	+ 30
Engagements envers des organismes officiels étrangers	- 3.355	+ 735	+ 995	+ 1.425	- 500	- 1.185	.
<i>dont:</i>							
Engagements liquides	- 2.065	+ 3.110	+ 1.365	+ 2.200	+ 35	- 490	.
Engagements non liquides	- 1.290	- 2.375	- 370	- 775	- 535	- 695	.
Balance sur la base des transactions entre autorités monétaires	- 3.405	+ 1.615	+ 90	+ 1.585	+ 70	- 110	.
<i>Moins</i>							
Engagements non liquides envers des autorités monétaires étran- gères	- 1.290	- 2.375	- 370	- 775	- 535	- 695	.
Variation globale de la position liquide envers des autorités monétaires	- 2.115	+ 3.990	+ 460	+ 2.340	+ 605	+ 585	.
<i>Plus</i>							
Engagements envers des particuliers non-résidents	- 1.455	- 3.830	- 720	- 2.265	- 1.040	+ 195	.
Balance calculée d'après les fluc- tuations de la position de liquidité	- 3.570	+ 160	- 260	+ 75	- 435	+ 780	.

Etant donné l'excédent de \$160 millions de la balance des paiements établie sur la base des liquidités, l'afflux massif de capitaux à court terme par le canal des banques américaines a permis d'enregistrer une amélioration de \$3.990 millions du solde net des réserves monétaires américaines et des engagements liquides à l'égard des autorités monétaires étrangères. Même si l'on tient compte de l'augmentation de \$2.375 millions des engagements non liquides envers ces autorités, la balance établie sur la base des transactions officielles fait ressortir un surplus assez considérable de \$1.615 millions.

Cet excédent est la résultante de modifications très étendues dans les composantes des réserves monétaires. Du côté des actifs, et pour la première fois depuis 1957, les réserves globales se sont inscrites en augmentation, pour un montant (+\$880 millions) qui correspond presque exactement à l'élargissement de la position des Etats-Unis à l'intérieur de la tranche-or au F.M.I. A la fin de 1968, cette dernière était d'ailleurs intégralement reconstituée, à \$1.290 millions. Si le montant total des autres composantes des réserves monétaires a très peu varié en 1968, il s'est néanmoins produit, comme en 1967, un fléchissement important de l'encaisse-or, accompagné d'une progression du même ordre des avoirs en devises. Le gonflement des avoirs officiels des Etats-Unis en monnaies étrangères (+\$1.185 millions) s'explique principalement par les tirages effectués par la France et le Royaume-Uni sur les lignes de crédit swap auprès de la Federal Reserve et de la Trésorerie américaine. La diminution de \$1.175 millions de l'encaisse-or, en 1968, résulte essentiellement des ventes effectuées sur le marché au cours du premier trimestre. Le renforcement de \$190 millions des réserves d'or des Etats-Unis, au cours des neuf mois qui ont suivi l'arrêt des opérations du pool de l'or, est principalement dû au fait que les achats de métal à la France, pour la contre-valeur de \$600 millions, ont été supérieurs aux cessions opérées au profit des autres pays.

La progression des réserves monétaires s'est accompagnée d'un fléchissement de \$735 millions du volume global des engagements envers des autorités monétaires étrangères (diminution de \$3.110 millions des engagements liquides et nouvel accroissement, de \$2.375 millions, des engagements non liquides). La réduction des engagements liquides a, dans une certaine mesure, formé la contre-partie de l'augmentation des avoirs en dollars détenus par des particuliers non-résidents. Elle s'explique, en outre, par les prélèvements effectués sur l'encaisse-or et par l'accroissement des engagements officiels non liquides; cet accroissement a revêtu surtout la forme, d'une part, d'une augmentation de \$525 millions des dépôts à terme des autorités monétaires étrangères et des certificats de dépôt assortis d'une échéance initiale supérieure à un an et, d'autre part, d'un gonflement de \$1.810 millions, en 1968, du portefeuille d'effets à moyen terme non

négociables du Trésor américain détenus par les mêmes autorités. Le Canada a souscrit, en 1968, la contre-valeur de \$1.050 millions de ces titres dans le cadre d'un accord conclu, en mars 1968, avec les autorités américaines, aux termes duquel les Etats-Unis faisaient bénéficier le Canada d'une exemption totale de l'application des nouvelles mesures prises en matière de sorties de capitaux, sous réserve que le gouvernement canadien s'engage à placer intégralement, en valeurs non négociables du Trésor des Etats-Unis, le montant de ses avoirs officiels en dollars E.U. dépassant les besoins courants. De leur côté, les autorités monétaires d'Allemagne fédérale ont élargi de \$625 millions en 1968 leur portefeuille d'effets à moyen terme non négociables du Trésor des Etats-Unis.

Si l'on examine les différents mouvements intervenus en cours d'année, on constate que pendant les neuf premiers mois la balance des paiements, sur la base des liquidités, a fait apparaître un déficit de \$620 millions. Comme il s'est produit simultanément un afflux de plus de \$4 milliards de ressources par l'intermédiaire du secteur privé, les engagements liquides à l'égard des autorités monétaires étrangères ont fléchi de \$3,6 milliards. En dépit d'une très forte augmentation des engagements officiels non liquides, la balance des paiements, établie pour l'ensemble des transactions entre autorités monétaires, a fait apparaître en fin de compte un excédent de \$1.725 millions. Cette amélioration s'est surtout produite au deuxième trimestre, où l'on a enregistré des entrées considérables de fonds par l'intermédiaire du secteur privé, sous l'effet des tensions qui s'étaient manifestées aux Etats-Unis dans le domaine monétaire, avant l'adoption des mesures budgétaires, en juin, par le Congrès. Au quatrième trimestre, et plus spécialement en décembre, la balance des paiements sur la base des liquidités est redevenue largement excédentaire, avec un surplus de \$780 millions pour l'ensemble des trois mois. Parallèlement, les engagements liquides à l'égard de particuliers non-résidents ont fléchi de \$195 millions, en raison principalement des remboursements effectués par des banques américaines auprès de leurs succursales à l'étranger. La position de liquidité officielle s'est ainsi améliorée de \$585 millions mais, comme les engagements officiels non liquides ont à nouveau progressé de \$695 millions, la balance des paiements sur la base des transactions officielles a fait apparaître un léger déficit au cours du trimestre considéré.

Si les tirages des autres pays sur leurs lignes de crédit swap auprès des Etats-Unis se sont fortement développés en 1968, comme le montre l'augmentation de \$1.185 millions des avoirs officiels américains en devises convertibles, les utilisations par les Etats-Unis des lignes de crédit ouvertes en leur faveur aux termes d'arrangements de swap sont tombées à un niveau assez modeste en cours d'année. Vers la fin de 1967, par suite de l'agitation qui s'était manifestée immédiatement après l'annonce de la dévaluation de la livre, les prélèvements effectués

par la Federal Reserve sur le réseau de swaps avaient atteint le chiffre record de \$1,8 milliard. Au début du mois de mars, ce total a été ramené à \$557 millions; cependant, du fait des nouvelles accumulations de dollars auprès de certaines banques centrales sous l'influence de la crise de mars, les prélèvements des autorités américaines ont de nouveau atteint \$1 milliard environ vers la fin avril. Ces tirages ont été complètement dénoués au début du mois de juillet 1968. Pendant le reste de l'année, le volume des prélèvements opérés par les Etats-Unis sur leurs facilités de swap a été sensiblement plus faible qu'à la fin de l'année 1967. Par suite de la crise monétaire de novembre 1968, les autorités américaines ont procédé à de nouveaux tirages en francs suisses et en deutsche marks. Le dollar n'a toutefois pas été soumis à de fortes pressions et, à la fin de 1968, le volume des utilisations par les Etats-Unis du réseau de swaps s'élevait à \$432 millions.

Au premier trimestre de 1969, le déficit sur la base des liquidités s'est élevé à \$1,5 milliard environ; sur la base des règlements entre autorités monétaires, la balance des paiements fait ressortir, en revanche, un excédent de \$1,7 milliard. La différence très marquée entre ces deux chiffres s'explique par un accroissement

Royaume-Uni: Mouvements monétaires avec l'étranger, 1968.

Postes	Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre	4ème trimestre
	en millions de dollars E.U. (+ = accroissement des avoirs, diminution des engagements)				
Réserves	- 275	+ 25	- 40	+ 35	- 295
Position envers le F.M.I.	- 1.260	- 10	- 1.410	+ 75	+ 85
Engagements officiels du Royaume-Uni en monnaies étrangères	- 40	- 305	- 195	+ 290	+ 170
Engagements en livres (en chiffres nets) envers des autorités monétaires non-membres de la zone sterling	- 1.590	- 900	+ 400	- 415	- 675
Autres engagements en livres (en chiffres nets)	+ 1.200	+ 75	+ 1.160	- 140	+ 105
<i>dont:</i>					
Engagements envers des détenteurs résidant dans la zone sterling	+ 365	- 245	+ 895	- 170	- 115
Engagements envers des organisations internationales	- 40	-	- 10	- 10	- 20
Engagements envers des particuliers ne résidant pas dans la zone sterling	+ 875	+ 320	+ 275	+ 40	+ 240
Engagements en devises des banques du Royaume-Uni (en chiffres nets)	- 100	- 80	- 40	- 75	+ 95
Engagements en monnaies (en chiffres nets) de pays d'outre-mer membres de la zone sterling	+ 110	-	- 235	+ 295	+ 50
Mouvements de capitaux divers	+ 35	- 25	- 75	+ 65	+ 70
Ajustements de change	+ 610	+ 295	+ 200	+ 55	+ 60
Total général	- 1.310	- 925	- 235	+ 185	- 335

de \$3,1 milliards des engagements liquides envers des détenteurs privés étrangers. Entre le 1^{er} janvier et le 26 mars 1969, on a relevé une nouvelle progression de \$3,6 milliards des engagements des banques américaines envers leurs succursales à l'étranger. L'excédent de la balance des paiements, établi sur la base des règlements entre autorités monétaires, a revêtu, en totalité, la forme d'une réduction des engagements liquides officiels.

Royaume-Uni. En 1968, la position monétaire du Royaume-Uni envers l'étranger s'est encore aggravée par suite d'un léger recul des réserves et d'un large recours aux emprunts à l'étranger. Trois facteurs sont, pour l'essentiel, à l'origine de cette détérioration: déficit de la balance générale des paiements (\$1.310 millions), pertes de réserves subies lors du dénouement des contrats de change à terme conclus avant la dévaluation (dont la contrepartie figure, pour une large part, dans le solde débiteur de \$610 millions du poste «Ajustements de change»), enfin, un nouveau fléchissement important des engagements extérieurs nets en sterling. On peut se faire une idée de l'ampleur de ce fléchissement en tenant compte que le volume total des balances-sterling, non comprises celles de détenteurs officiels extérieurs à la zone sterling — dont les mouvements se sont très sensiblement ressentis des opérations officielles d'emprunt — a marqué une diminution de \$1.200 millions durant l'année.

Les modifications de la position nette en sterling du Royaume-Uni à l'égard du reste du monde (à l'exclusion de la position envers les organismes officiels extérieurs à la zone sterling) résultaient, pour l'essentiel en 1968, d'une augmentation totale de \$685 millions des créances en livres sur l'étranger, dont \$590 millions sur des particuliers ne résidant pas dans la zone sterling, le solde étant constitué par des créances sur des emprunteurs de cette zone, autres que des autorités monétaires. A la fin de 1968, la position nette en livres du Royaume-Uni envers les particuliers et organismes extérieurs à la zone sterling, autres que les autorités monétaires, présentait un solde créditeur de quelque \$1,2 milliard. La progression notée en 1968 du volume des encours en sterling sur le reste du monde correspond certainement, pour l'essentiel, au développement des crédits de financement des exportations après la dévaluation.

Le volume brut des engagements en livres à l'égard de l'étranger (non compris, de nouveau, ceux envers les organismes officiels extérieurs à la zone sterling) a diminué de \$555 millions en 1968, par suite principalement d'une réduction de \$285 millions des engagements envers des titulaires, autres que les autorités monétaires, de pays non-membres de la zone sterling et d'une contraction de \$250 millions des avoirs en livres détenus par les autorités monétaires de la zone.

Au cours des premiers mois de 1968, un certain nombre de pays de cette zone ont pris des mesures en vue de réduire la composante sterling de leurs réserves. Le 1er juin, un accord a été conclu avec le gouvernement de Hong-Kong permettant à ce dernier de convertir une partie de ses réserves conservées à Londres en valeurs non négociables du Trésor britannique, libellées en dollars de Hong-Kong. L'usage qui a été fait de cette facilité et les autres prélèvements ont amené un fléchissement de \$680 millions des balances sterling des pays de cette zone au cours du deuxième trimestre. Ce mouvement se serait probablement poursuivi si des arrangements prévoyant l'octroi, par le Royaume-Uni, d'une garantie de change sur ces avoirs, n'avaient été mis sur pied en septembre 1968.

Ces dispositions comportent deux volets. Le premier concerne l'engagement pris par le Royaume-Uni de maintenir la valeur en dollars de la fraction des avoirs en livres de chaque pays de la zone sterling dépassant 10% de l'ensemble de ses avoirs monétaires officiels, sous réserve que chacun de ces pays s'engage à observer, à titre permanent, un pourcentage minimum, fixé d'un commun accord, de livres sterling, dans la composition de ses réserves. Ce pourcentage, qui varie d'un pays à l'autre, correspond en gros à la proportion des avoirs officiels, par rapport à l'ensemble de ses réserves, que chaque pays conservait effectivement en livres sterling au moment de la conclusion de l'arrangement. Les accords passés entre le gouvernement du Royaume-Uni et les gouvernements des pays de la zone sterling entrèrent en application le 25 septembre 1968; ils comprenaient, entre autres, un arrangement avec Hong-Kong remplaçant les dispositions antérieures et, dans la plupart des cas, étaient conclus pour trois ans, avec possibilité de prorogation de deux ans par consentement mutuel, bien qu'on relève certains exemples d'accords établis pour cinq ans. En outre, les arrangements conclus avec l'Australie et la Nouvelle-Zélande prévoient que les parties intéressées se consulteront immédiatement, au cas où le Royaume-Uni déciderait, pendant la durée d'application des accords, d'imposer de nouvelles restrictions aux mouvements de capitaux à destination de ces pays.

D'autre part, la Banque des Règlements Internationaux, assistée par un groupe composé des banques centrales de douze pays (Allemagne fédérale, Autriche, Belgique, Canada, Danemark, Etats-Unis, Italie, Japon, Norvège, Pays-Bas, Suède et Suisse) a mis à la disposition de la Banque d'Angleterre, pour une durée de dix ans à partir du 23 septembre 1968, des facilités de crédit d'un montant total de \$2 milliards, destinées à placer les réserves de la Grande-Bretagne à l'abri des répercussions qu'exerce tout fléchissement, en-deçà du niveau minimum convenu, des balances sterling (tant officielles que privées) des pays d'outre-mer de la zone sterling. Des tirages peuvent être effectués à tout moment au cours des

trois premières années, et le montant net finalement prélevé doit être remboursé entre la sixième et la dixième année. La gestion de ces opérations est confiée à la B.R.I. qui satisfait les demandes de tirage du Royaume-Uni par des emprunts à court et à moyen terme sur le marché et par des prélèvements sur les dépôts en devises effectués auprès de la B.R.I. par les autorités monétaires des pays de la zone sterling. Dans la mesure où les ressources se révéleraient insuffisantes, la B.R.I. pourrait faire appel au groupe des douze banques centrales, à concurrence de leur participation respective.

Comme en 1966 et 1967, l'accroissement du volume des emprunts à l'étranger a constitué le trait caractéristique de la structure des opérations de financement effectuées par les autorités britanniques en 1968. En premier lieu, l'endettement net du Royaume-Uni à l'égard du F.M.I. s'est accru de \$1.260 millions par suite d'un tirage de \$1,4 milliard en juin 1968, auquel ont succédé, vers la fin de l'année, deux remboursements d'un montant total de \$185 millions, sur le tirage de \$1,4 milliard opéré en 1965. En second lieu, l'aide des banques centrales a été renforcée et, en outre, la Banque d'Angleterre a fait partiellement usage des facilités de crédit de \$2 milliards mentionnées ci-dessus. Si l'utilisation de l'aide des banques centrales, au cours de l'année 1968, s'est traduite, par un accroissement de \$40 millions des engagements officiels en monnaies étrangères, ses répercussions se sont surtout exercées sur les avoirs en livres des détenteurs officiels extérieurs à la zone sterling, qui s'est renforcée de \$1.590 millions en chiffres nets; il y a lieu toutefois de remarquer que ce chiffre comprend non seulement l'accroissement de l'aide étrangère ayant donné lieu à la constitution d'une contrepartie en sterling, mais également tous les autres mouvements survenus dans les avoirs officiels en livres détenus par des pays non membres de la zone sterling. Outre le gonflement de l'endettement officiel envers l'étranger, l'année 1968 s'est soldée par un recul de \$275 millions des réserves monétaires du Royaume-Uni.

Si l'on examine l'évolution de la situation en cours d'année, on constate que des pressions particulièrement intenses sur les réserves se sont exercées durant le premier semestre. Les trois premiers mois ont été caractérisés par un déficit important de la balance des paiements, comprenant des sorties massives de capitaux; au cours du deuxième trimestre, la Banque d'Angleterre a enregistré des pertes considérables de devises au titre des contrats de change à terme conclus avant la dévaluation et le montant net des avoirs en livres des titulaires de la zone sterling a accusé un fléchissement très accentué. Pendant ces six mois, les opérations de financement du gouvernement britannique ont comporté un tirage de \$1,4 milliard sur le F.M.I., un accroissement de \$500 millions des engagements officiels en devises et une augmentation de l'aide des banques centrales avec

une contrepartie en sterling, pour un montant compris dans la progression de \$500 millions des engagements nets en livres envers les organismes monétaires des pays extérieurs à la zone sterling. Au troisième trimestre, la situation s'est sensiblement améliorée, par suite de l'apparition d'un excédent dans la balance générale des paiements et d'un léger redressement des avoirs en livres de la zone sterling. Au quatrième trimestre, la balance des paiements ayant de nouveau fait apparaître un déficit, les autorités ont dû procéder à des opérations de financement importantes, comprenant un prélèvement de \$295 millions sur les réserves et un nouveau tirage sur les lignes de crédit assorties d'une contrepartie en sterling (dont le montant figure dans l'augmentation de \$675 millions des avoirs en livres des autorités monétaires extérieures à la zone sterling). En outre, le volume net des créances en livres, sur des organismes non officiels et des particuliers des pays non membres de la zone sterling, a de nouveau sensiblement progressé.

Les statistiques disponibles sur les mouvements monétaires, au premier trimestre de 1969, font ressortir une certaine amélioration de la position monétaire officielle à l'égard de l'étranger. Les réserves ont progressé de \$50 millions, l'endettement envers le F.M.I. a été réduit de \$305 millions et le montant de l'aide accordée par les banques centrales, qui trouve sa contrepartie dans les engagements officiels en devises, a fléchi de \$130 millions. Les engagements en livres (non compris ceux envers le F.M.I.) ont augmenté de \$45 millions en chiffres nets, mais ce total recouvre un fléchissement de \$455 millions de l'endettement net à l'égard des pays non membres de la zone sterling. Dans ces conditions, il est probable que la fraction de l'aide accordée par les banques centrales, dont la contrepartie est formée par des engagements officiels en livres envers les pays extérieurs à la zone sterling, a accusé une certaine diminution. L'endettement net en livres à l'égard des pays d'outre-mer de la zone y compris les engagements envers les autorités monétaires, a progressé de \$470 millions. Compte tenu de l'ensemble de ces mouvements, il ne fait aucun doute qu'en plus de l'évolution favorable qui s'est produite dans la position monétaire officielle envers l'étranger, la balance générale des paiements (y compris le poste « Erreurs et omissions ») a dû enregistrer une très forte amélioration.

Pays continentaux d'Europe occidentale. La position globale de l'ensemble des pays continentaux d'Europe occidentale envers l'étranger a subi de très profondes modifications en 1968, l'excédent de \$2,2 milliards enregistré en 1967 ayant fait place, l'an dernier, à un léger déficit de \$200 millions. La cause principale de ce renversement réside dans la détérioration marquée de la balance des paiements de la France, dont la situation, voisine de l'équilibre en 1967, a fait ressortir un déficit de \$3,2 milliards en 1968. Si on ne tient pas compte de la France, l'excédent de paiements de l'ensemble des

pays continentaux d'Europe enregistre une progression particulièrement marquée d'une année à l'autre, passant de \$2,3 milliards en 1967 à un chiffre légèrement supérieur à \$3 milliards l'année suivante. Cette amélioration s'explique principalement par l'augmentation de \$1,1 milliard de l'excédent de la Suisse, reflétant partiellement la détérioration de la position de la France. On note, en outre, une amélioration sensible de la balance des paiements de la Finlande, de l'Italie et de l'Espagne. En revanche, un déficit a fait place à un excédent en Belgique et aux Pays-Bas, tandis que les surplus dégagés par l'Autriche et le Portugal ont fléchi quelque peu.

Si l'on poursuit l'examen de la position globale de l'ensemble des pays continentaux d'Europe occidentale, moins la France, les statistiques des mouvements monétaires semblent indiquer que, par rapport à 1967, il s'est opéré un transfert de la charge de financement de l'excédent global, du secteur bancaire vers le secteur officiel. En 1967, l'augmentation du volume net des avoirs monétaires sur l'étranger des deux secteurs a été à peu près de même importance, alors que l'année dernière les réserves officielles nettes ont progressé de \$2,3 milliards et les avoirs nets des banques de \$700 millions seulement. Ces chiffres sont, toutefois, difficiles à interpréter, car les réserves officielles de l'Allemagne fédérale et de la Suisse ont été anormalement gonflées à la fin des années 1967 et 1968, en raison, d'une part, des répercussions de l'agitation qui s'est produite sur le marché des changes au cours du dernier trimestre de chacune de ces deux années et, d'autre part, de l'entrée en jeu de facteurs saisonniers. En outre, l'influence temporaire ainsi exercée sur les réserves officielles s'est sans aucun doute accentuée d'une année sur l'autre. Dans le cas de l'Allemagne, ce phénomène s'explique par le fait qu'à la fin de l'année, le mouvement de reflux était loin d'avoir porté sur la totalité des capitaux spéculatifs entrés en novembre 1968, tandis qu'en Suisse, il peut être attribué à l'intensification des rapatriements de capitaux auxquels ont procédé les banques de la Confédération en vue de la présentation de leur situation de fin d'année. L'importance du premier de ces facteurs est impossible à évaluer avec exactitude, mais une idée approximative de l'ampleur qu'il a revêtu est fournie par l'accroissement de quelque \$700 millions du volume des fonds exportés par l'intermédiaire des banques allemandes en janvier 1969 par rapport à janvier 1968; de leur côté, les opérations de fin d'année entreprises par les établissements de crédit helvétiques se sont, selon les estimations officielles, accrues de près de \$300 millions en 1968 par rapport à 1967. Si l'on faisait abstraction de l'influence de ces facteurs, on constaterait que près de \$1.750 millions, sur un excédent global de \$3 milliards, pour 1968, de l'ensemble des pays du continent à l'exception de la France, ont été financés par les banques commerciales, et \$1.250 millions environ par un renforcement des réserves monétaires officielles. Contrairement à l'impression qui se dégage de l'examen des chiffres du tableau ci-après,

on peut penser qu'en fait il s'est produit, en 1968, un transfert modéré, vers le secteur bancaire, de la charge du financement des excédents extérieurs des pays d'Europe continentale. Une telle évolution n'aurait rien de surprenant étant donné le transfert extrêmement prononcé, vers le secteur non officiel, de la charge de financement du déficit des Etats-Unis, essentiellement par les appels très étendus à l'emprunt adressés par des banques américaines en Europe.

Avec \$720 millions, les banques italiennes ont enregistré en 1968 la progression la plus importante dans leurs avoirs nets sur l'étranger. En revanche, les avoirs officiels des autorités italiennes ont accusé un certain recul. De leur côté, les banques suisses ont accru de \$525 millions le volume net de leurs créances extérieures. En Norvège et en Autriche également, le secteur bancaire a assuré une part bien plus importante du financement de l'excédent; un transfert analogue des avoirs officiels vers le secteur bancaire s'est produit au Danemark, dont la balance générale des paiements était en équilibre, ainsi qu'en Belgique et aux Pays-Bas, dont la situation des comptes extérieurs a été déficitaire.

L'examen des modifications intervenues durant l'année 1968 dans les avoirs officiels nets des pays continentaux autres que la France révèle que l'accroissement global de \$2,3 milliards se décompose en une progression de \$700 millions de l'encaisse-or, de \$800 millions des réserves en devises et de \$800 millions des créances sur le Fonds Monétaire. Toutefois, si les positions de l'Allemagne fédérale et de la Suisse étaient ajustées comme indiqué précédemment, les réserves de change de ce groupe de pays feraient apparaître un recul de \$200 millions. En réalité, il s'est donc produit un certain changement dans la composition des avoirs monétaires officiels de ces pays, en faveur des positions à l'égard du F.M.I. et des encaisses-or. En dépit des prélèvements massifs opérés au premier trimestre pour alimenter le marché et malgré le fléchissement de \$500 millions de l'encaisse de la Banque Nationale Suisse, lié aux opérations de swap avec la B.R.I., les réserves d'or ont marqué une progression résultant, notamment, d'achats au F.M.I., au Trésor des Etats-Unis et à la France. L'extension des créances sur le F.M.I. reflète surtout l'incidence des tirages français et britannique sur cet organisme.

Au cours du premier trimestre de 1969, la balance générale des paiements des pays de l'Europe continentale, pris dans leur ensemble s'est, semble-t-il, soldée par un déficit très important. Mis à part la France, les réserves officielles globales de ces pays ont fléchi de \$3,5 milliards en chiffres nets, dont \$3,1 milliards en devises, le solde représentant une détérioration de leur position nette au F.M.I. La position nette des banques envers l'étranger s'est améliorée de près de \$2 milliards, de sorte que, le déficit de paiements de l'ensemble de ces pays, à l'exception de la France, s'est élevé à \$1,6 milliard.

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

Pays	Fin d'année	Or et devises étrangères (position nette)	Position nette envers le F.M.I. et les Accords Généraux d'Emprunt	Total net des réserves monétaires officielles	Position nette des banques commerciales	Total net des avoirs à l'étranger	Modifications (+ = augmentation des avoirs, diminution des engagements)	
							Avoirs officiels	Banques commerciales
en millions de dollars E.U.								
Allemagne fédérale	1967	7.540	1.055	8.595	845	9.440	+ 95	+ 1.210
	1968	8.815	1.515	10.330	75	10.405	+ 1.735	- 785 ¹
Autriche	1967	1.365	115	1.480	- 90	1.390	+ 155	+ 55
	1968	1.355	160	1.515	- 10	1.505	+ 35	+ 80
Belgique	1967	2.410	330	2.740	- 795	1.945	+ 250	- 90
	1968	2.155	305	2.460	- 735	1.725	- 280	+ 60
Danemark	1967	440	60	500	- 10	490	- 80	+ 15
	1968	340	85	425	65	490	- 75	+ 75
Espagne	1967	1.050	-	1.050	-	1.050	- 155	-
	1967	1.095	-	1.095	-	1.095	+ 45	-
Finlande	1967	170	- 65	105	- 105	-	- 60	- 15
	1968	350	-	350	- 110	240	+ 245	- 5
France	1967	6.090	885	6.975	- 560	6.415	+ 335	- 370
	1968 ²	3.325	-	3.325	- 60	3.265	- 3.650	+ 500
Grèce	1967	260	25	285	10	295	+ 15	-
	1968	295	25	320	10	330	+ 35	-
Irlande	1967	425	10	435	315	750	- 55	+ 75
	1968	495	45	540	180	720	+ 105	- 135
Islande	1967	30	-	30	- 10	20	- 25	-
	1968	25	- 5	20	- 10	10	- 10	-
Italie	1967	4.835	840	5.675	15	5.690	+ 555	- 180
	1968	4.645	895	5.540	735	6.275	- 135	+ 720
Norvège	1967	610	50	660	- 10	650	+ 135	+ 30
	1968	625	70	695	105	800	+ 35	+ 115
Pays-Bas	1967	2.260	355	2.615	- 155	2.460	+ 170	- 110
	1968	1.950	500	2.450	- 90	2.360	- 165	+ 65
Portugal	1967	1.235	20	1.255	145	1.400	+ 140	+ 40
	1968	1.365	20	1.385	155	1.540	+ 130	+ 10
Suède	1967	680	140	820	300	1.120	- 190	+ 165
	1968	635	165	800	275	1.075	- 20	+ 25
Suisse	1967	3.860	-	3.860	- 15	3.845	+ 175	- 60
	1968	4.485	-	4.485	510	4.995	+ 625	+ 525
Turquie	1967	40	- 20	20	.	.	+ 15	.
	1968	45	- 50	5	.	.	- 25	.
Total	1967	33.300	3.800	37.100	- 120 ³	36.960	+ 1.475	+ 765 ³
	1968	32.000	3.730	35.730	1.095 ³	36.830	- 1.370	+ 1.200 ³
Total moins la France	1967	27.210	2.915	30.125	440 ³	30.545	+ 1.140	+ 1.135 ³
	1968	28.675	3.730	32.405	1.155 ³	33.565	+ 2.280	+ 700 ³
Canada	1967	2.275	435	2.710	655	3.365	+ 30	+ 315
	1968	2.635	205	2.840	960	3.800	+ 130	+ 305
Japon	1967	1.760	240	2.000	- 1.030	970	- 60	- 510
	1968	2.570	290	2.860	- 790	2.070	+ 860	+ 240

¹ Après élimination des modifications de caractère statistique.

² Estimations provisoires de la B.R.I.

³ A l'exception de la Turquie.

Remarque: Pour les pays du Groupe des Dix et pour la Suisse, les chiffres (à l'exception de ceux de la France en 1968) sont ceux qui servent de base à la procédure de surveillance multilatérale. Dans la plupart des cas, ils ne correspondent pas exactement aux chiffres publiés sur les réserves.

Allemagne fédérale. La structure des mouvements monétaires de l'Allemagne fédérale avec l'étranger a subi des modifications profondes entre 1967 et 1968. Si, en 1967, l'excédent global s'est élevé à \$1.305 millions, les avoirs officiels nets n'ont progressé que de \$100 millions, en raison d'exportations très importantes de capitaux par les banques. En 1968, en revanche, parallèlement au fléchissement à \$950 millions de l'excédent global, il s'est produit une diminution nette de \$785 millions dans la position extérieure des banques. De cette façon, les avoirs officiels se sont accrus de \$1.735 millions, soit une augmentation de loin supérieure à celles qui ont été enregistrées par tout autre pays, à l'exception des Etats-Unis. Même en tenant compte de l'influence du facteur de caractère temporaire, mentionné précédemment, sur les réserves de l'Allemagne à la fin de 1968, l'excédent sur la base des transactions officielles était encore de l'ordre de \$1 milliard. De plus, si les autorités allemandes n'étaient pas intervenues pour fournir aux banques commerciales des facilités de swap en dollars à des taux plus favorables que ceux du marché, le secteur officiel aurait probablement enregistré des apports d'un montant beaucoup plus élevé.

La composition de l'accroissement des avoirs monétaires nets des autorités allemandes en 1968 reflétait, dans une large mesure, la participation de l'Allemagne fédérale à des opérations de soutien aux réserves de certains autres pays. Les achats d'or effectués par l'Allemagne au F.M.I. et l'extension de ses créances au titre des Accords Généraux d'Emprunt, phénomènes liés tous deux, aux tirages français et britannique de juin 1968 sur le Fonds, ont été à l'origine, pour plus de la moitié, du renforcement (+\$310 millions) de l'encaisse-or, et de

Allemagne fédérale: Mouvements monétaires avec l'étranger.

Postes	1967	1968				1969 1er trimestre	
		Année entière	1er trimestre	2ème trimestre	3ème trimestre		4ème trimestre
en millions de dollars E. U. (+ = augmentation des avoirs, diminution des engagements)							
Avoirs officiels nets . . .	+ 100	- 1.735	+ 380	+ 335	+ 310	+ 710	- 1.815
Or	- 65	+ 310	- 255	+ 340	+ 145	+ 80	-
Devises convertibles . . .	+ 145	+ 390	+ 430	- 635	+ 130	+ 465	- 1.530
Position nette envers le F. M. I. et au titre des Accords Généraux d'Emprunt	- 205	+ 465	+ 80	+ 465	- 40	- 40	- 160
Autres réserves monétaires	+ 230	+ 655	+ 155	+ 170	+ 75	+ 255	- 95
Autres avoirs (en chiffres nets) . . .	- 5	- 85	- 30	- 5	-	- 50	- 30
Position nette en devises des banques	+ 1.205	- 785	+ 395	- 330	- 245	- 605	+ 1.135
Avoirs	+ 1.500	+ 700	+ 365	- 150	+ 345	+ 140	+ 400
Engagements	- 295	- 1.485	+ 30	- 180	- 590	- 745	+ 735
Total général	+ 1.305	+ 950	+ 775	+ 5	+ 65	+ 105	- 680

la majeure partie de l'amélioration (+\$465 millions) de sa position au Fonds. De plus, l'accroissement de \$390 millions des avoirs officiels en devises convertibles formait, presque entièrement, la contrepartie, en francs français et en sterling, de l'aide à court terme accordée à la France et au Royaume-Uni. Les autorités allemandes ont souscrit récemment l'équivalent de \$675 millions de valeurs du Trésor des Etats-Unis et du Royaume-Uni, libellées en deutsche marks et émises dans le cadre des accords sur la compensation des frais de stationnement des troupes de ces deux pays en Allemagne. Ces valeurs figurent au poste «Autres avoirs» du tableau de la page précédente.

Les mouvements monétaires ont été très inégaux en 1968 et se sont ressentis, de façon croissante, au fil des mois, des répercussions des entrées de capitaux à des fins spéculatives. Au premier trimestre, lorsque la balance générale des paiements a fait apparaître un excédent de \$775 millions, le volume net des avoirs à l'étranger des secteurs officiel et bancaire s'est accru approximativement d'un montant d'égale importance. En janvier, les banques ont exporté, pour des raisons d'ordre saisonnier, une masse importante de capitaux; ce mouvement s'est toutefois renversé par la suite, et notamment durant la crise de l'or de mars, en dépit de la politique active de swaps adoptée par la Bundesbank à l'égard du système bancaire de la République fédérale.

D'avril à septembre, la position globale sur l'étranger a été pratiquement équilibrée, en dépit d'un accroissement de \$645 millions des avoirs monétaires officiels. En juin, il s'est produit un important afflux de fonds, lié en partie à la crise française, et aussi aux opérations faites par les banques pour la présentation de leurs situations semestrielles. Puis, à partir de la fin du mois d'août, un volume considérable de capitaux spéculatifs a commencé à affluer en Allemagne. Ce mouvement, qui s'est poursuivi pendant dix jours environ, a été, en partie, à l'origine de l'augmentation de \$480 millions, notée au troisième trimestre, des engagements en deutsche marks des banques allemandes envers des non-résidents. Les répercussions sur la position extérieure des banques et sur les réserves officielles ont toutefois été réduites en raison de l'extension considérable des swaps en dollars conclus entre la Bundesbank et les banques allemandes, pendant le mois de septembre.

Au quatrième trimestre, les mouvements monétaires ont été dominés par la crise des changes de novembre et par son dénouement. A la suite de la deuxième vague d'entrées de capitaux de caractère spéculatif, l'excédent global des paiements s'est établi à près de \$1 milliard en novembre; pour l'ensemble du trimestre, il ne représente toutefois que \$105 millions, eu égard au revirement brutal constaté en décembre. En novembre, en plus de l'excédent de paiements de \$1 milliard,

on a relevé des importations de fonds par les banques d'un montant sensiblement égal. Des mesures ont alors été prises pour favoriser un renversement de ce mouvement; elles portaient, notamment, sur une nouvelle et forte extension des opérations de swap en dollars conclues entre la Bundesbank et les banques, mais l'entrée en jeu de facteurs saisonniers n'a pas permis aux établissements de crédit de réexporter, jusqu'à la fin de l'année, plus qu'une faible fraction de ces capitaux. Il suffit, pour s'en rendre compte, de considérer que, pour l'ensemble du quatrième trimestre, la position nette des banques envers l'étranger a fléchi à concurrence de \$605 millions. En conséquence, les réserves monétaires officielles se sont accrues, pendant ces trois mois, de \$710 millions.

Toutefois, dès que la fin de l'année a été franchie, les banques allemandes ont immédiatement procédé à des réexportations massives de capitaux. En janvier, elles ont réduit leurs engagements en deutsche marks envers l'étranger de \$555 millions; en même temps, elles ont accru de \$850 millions leurs créances en dollars. Même si, en février et en mars, sous l'effet du resserrement de la liquidité intérieure, les banques ont rapatrié une partie de leurs avoirs à l'étranger, les exportations ont encore atteint \$1.135 millions au premier trimestre de 1969. La balance générale des paiements s'étant soldée par un déficit de \$680 millions pendant ces trois mois, les avoirs officiels nets ont accusé un fléchissement de \$1.815 millions, les réserves de change tombant à \$1.135 millions, soit leur niveau le plus bas enregistré depuis de nombreuses années.

Suisse. En 1968, la Suisse a enregistré l'excédent global de paiements le plus important de tous les pays d'Europe continentale (\$1.150 millions contre \$115 millions seulement en 1967). Comme on l'a déjà signalé, les statistiques sur les mouvements monétaires de la Suisse pour l'année civile donnent une impression inexacte de la situation. En effet, la moitié environ de l'accroissement de \$625 millions, en 1968, du montant net des avoirs monétaires officiels, résulte de la progression, entre 1967 et 1968, du volume de dollars détenus en fin d'année à titre temporaire par la Banque Nationale Suisse. En fait, si on ne tient pas compte des répercussions des opérations spéciales de fin d'année, on s'aperçoit que l'excédent de paiements de 1968 a été, à concurrence de plus de 75%, réinvesti à l'étranger par les banques commerciales suisses.

Les différentes composantes des avoirs monétaires officiels de la Suisse se sont modifiées comme suit en 1968: diminution de \$465 millions de l'encaisse-or, accroissement de \$850 millions des réserves en devises et progression de \$240 millions en chiffres nets des autres avoirs monétaires officiels. Le recul de l'encaisse-or est dû principalement à une ponction effectuée sur les réserves métalliques de la Banque Nationale Suisse dans le cadre de swaps avec la B.R.I. L'accroissement des avoirs

en devises s'explique à la fois par l'augmentation mentionnée précédemment de \$300 millions environ de dollars détenus temporairement à la fin de l'année, et par la progression de \$70 millions du montant en monnaie des Etats-Unis conservé dans le cadre de swaps avec la Federal Reserve. L'avance de \$240 millions des autres avoirs monétaires officiels reflète surtout les achats effectués par la Confédération helvétique et la Banque Nationale Suisse, de valeurs du Trésor américain libellées en francs suisses.

Durant le premier trimestre de 1969, la balance générale des paiements de la Suisse a fait apparaître un déficit de \$325 millions. Comme les banques ont renforcé leurs avoirs nets à l'étranger à concurrence de \$450 millions, les réserves monétaires officielles ont fléchi de \$775 millions. Après un recul de \$875 millions en janvier et de \$105 millions en février, les avoirs officiels nets ont progressé de \$205 millions en mars, du fait probablement d'opérations effectuées par les banques au moment des règlements de fin de trimestre.

Italie. En Italie, également, l'excédent global de paiements s'est amélioré de 1967 à 1968, passant de \$375 millions à \$585 millions. Il a été couvert, et au-delà, par une progression de \$720 millions de la position nette des banques envers l'étranger, ce qui explique le léger déficit (—\$135 millions) enregistré par les avoirs monétaires officiels. Les sorties de capitaux par le canal du système bancaire ont trouvé presque intégralement leur contrepartie dans un accroissement des avoirs nets en devises des banques (+\$705 millions).

Le recul global de \$135 millions du montant net des réserves monétaires officielles, au cours de l'année, est la résultante d'un certain nombre de changements d'une ampleur bien plus étendue dans chacune des catégories d'avoirs monétaires: fléchissement de \$460 millions des réserves en devises, liquidation totale des \$500 millions d'avoirs officiels en dollars détenus dans le cadre de swaps avec le Federal Reserve System (par suite du dénouement intégral des tirages que la Federal Reserve avait effectués durant le second semestre de 1967 sur sa ligne de crédit swap avec la Banque d'Italie), et diminution de \$135 millions de la position de l'Italie à l'intérieur de la tranche-or au F.M.I. En revanche, l'encaisse-or a marqué une progression de \$525 millions, les créances au titre des Accords Généraux d'Emprunt ont augmenté de \$185 millions et les actifs monétaires officiels à plus long terme, de \$225 millions. Le renforcement de l'encaisse-or résulte de divers achats de métal effectués au Trésor américain (\$210 millions), au F.M.I. (\$145 millions), et à la Banque du Canada (\$50 millions). L'augmentation du volume des créances détenues par l'Italie, dans le cadre des Accords Généraux d'Emprunt, résulte du tirage effectué, en juin 1968, par la France et le Royaume-Uni sur le Fonds Monétaire et du transfert direct à l'Italie d'un certain montant

des créances accumulées au cours des années précédentes par la France dans le cadre de ces Accords. Quant au renforcement des actifs monétaires officiels à plus longue échéance, il reflète deux achats de \$100 millions chacun, de valeurs non négociables, libellées en lires, émises respectivement par les gouvernements américain et canadien.

L'excédent de la balance des paiements (\$600 millions), a été intégralement dégagé pendant le troisième trimestre, période où l'entrée en jeu de facteurs saisonniers exerce généralement une influence favorable. Au cours de ces trois mois également, la position nette des banques envers l'étranger s'est fortement améliorée (+\$420 millions). Pendant le dernier trimestre de l'année, elle a enregistré une nouvelle progression de \$240 millions, alors que la balance des paiements était pratiquement en équilibre. La moitié de cette augmentation s'est produite en décembre.

Au premier trimestre de 1969, le volume net des réserves monétaires officielles de l'Italie s'est de nouveau inscrit en baisse sensible (—\$380 millions), par suite principalement de l'apparition d'un déficit des paiements de \$355 millions. Après avoir marqué une nouvelle progression en janvier, la position nette des banques envers l'étranger a fléchi pendant les deux mois suivants; pour l'ensemble du trimestre, elle a fait ressortir un excédent de \$25 millions. En mars, les banques ont été invitées à prendre leurs dispositions pour que leurs créances et engagements à l'égard de l'étranger soient équilibrés au milieu de l'année. La diminution de \$380 millions des réserves officielles se décompose principalement en une baisse de \$185 millions des avoirs en devises, en un fléchissement de \$105 millions de la position au F.M.I. et au titre des Accords Généraux d'Emprunt et en une augmentation de \$100 millions des engagements des autorités monétaires envers l'étranger.

Autriche. L'excédent de la balance générale des paiements est tombé de \$210 millions en 1967 à \$115 millions en 1968 et, en même temps, un transfert de la charge de son financement s'est opéré vers le système bancaire. Le volume net de l'endettement des banques envers l'étranger a marqué une baisse de \$80 millions, tandis que les avoirs officiels nets n'ont progressé que de \$35 millions. Le changement intervenu dans la position extérieure nette des banques traduit pour l'essentiel un fléchissement du volume brut des engagements du secteur bancaire envers l'étranger. Du côté des mouvements monétaires officiels, l'amélioration de \$45 millions de la tranche-or de l'Autriche et le renforcement de \$15 millions de son encaisse-or s'expliquent par la nécessité dans laquelle s'est trouvé le F.M.I. de se procurer des schillings autrichiens. En revanche, les réserves de change ont marqué un recul de \$25 millions. Au cours du premier trimestre de 1969, la balance générale des paiements s'est soldée par un excédent de \$65 millions et les réserves

monétaires officielles nettes ont accusé une diminution de \$40 millions en raison de l'importance considérable des exportations de capitaux (\$105 millions) effectuées par le canal du système bancaire.

France. Selon les données provisoires de la B.R.I., indiquées page 22, relatives à la balance des paiements de la France et aux changements intervenus dans la position monétaire nette de ce pays envers l'étranger en 1968, il ressort que le déficit global s'est élevé à \$3.150 millions, que les sorties nettes de fonds par le canal des banques ont progressé de \$500 millions et, qu'en conséquence, les avoirs monétaires officiels ont accusé un fléchissement net de \$3.650 millions. On ne dispose pas encore des renseignements complets et détaillés sur les mouvements monétaires extérieurs au cours de l'an dernier, mais les estimations provisoires pour l'ensemble de l'année, ainsi que les données publiées sur l'évolution au cours du premier semestre fournissent les grandes lignes des événements qui se sont produits en 1968.

Pendant le premier trimestre, avant le déclenchement de la crise, la balance des paiements se soldait déjà par un déficit de l'ordre de \$75 millions; de plus, les sorties nettes de fonds par l'intermédiaire des banques se chiffraient à \$65 millions, et résultaient presque intégralement de la progression de leurs avoirs nets en devises, qui avaient été fortement réduits au cours des deux trimestres précédents. Les avoirs officiels nets ont, par conséquent, fléchi de \$140 millions durant les trois premiers mois de l'année.

France: Mouvements monétaires avec l'étranger en 1968.

Postes	1er trimestre	2ème trimestre	2ème semestre ¹	Année ²
	variations en millions de dollars E.U. (+ = accroissement des avoirs, diminution des engagements)			
Avoirs officiels nets	- 140	- 1.865	- 1.645	- 3.650
dont:				
Réserves	- 85	- 850
Position envers le F.M.I. et au titre des Accords Généraux d'Emprunt	-	- 885	-	- 885
Autres avoirs (en chiffres nets)	- 55	- 130
Position nette des banques	+ 65	+ 1.180	- 745	+ 500
Total	- 75	- 685	- 2.390	- 3.150

¹ Chiffres résiduels (représentant la différence entre les estimations provisoires de la B.R.I. pour l'ensemble de l'année 1968 et les résultats définitifs du premier semestre). ² Estimations provisoires de la B.R.I.

Pendant le reste de l'année, la position monétaire extérieure a été dominée par les répercussions de la crise de mai-juin et les réserves nettes ont diminué de \$3.510 millions. Il faut cependant distinguer deux phases principales dans cette période. Dans la première, la perte de réserves a résulté davantage des sorties de fonds par le canal des banques que du déficit global, tandis que dans la seconde

phase, la contraction des réserves a été inférieure au déficit global par suite des entrées importantes de capitaux par l'intermédiaire des établissements de crédit. Les chiffres publiés pour le deuxième trimestre et pour le second semestre de l'année illustrent le contraste entre les deux phases.

Au cours du deuxième trimestre, près des deux tiers du fléchissement des avoirs officiels nets ont résulté d'exportations de capitaux par les banques, pour un montant de \$1.180 millions. Ces sorties de fonds ont eu deux composantes distinctes. D'une part, l'amélioration de \$810 millions de la position nette des banques envers l'étranger, résultant essentiellement d'un accroissement exceptionnel des opérations de couverture à terme des engagements en devises contractés par des résidents français; d'autre part, la réduction, à concurrence de \$370 millions, de l'endettement extérieur net, en francs français, du système bancaire, reflétant à la fois une augmentation de \$250 millions des créances sur des non-résidents et une diminution de \$120 millions des avoirs étrangers en francs français. Le fléchissement de \$1.865 millions des avoirs officiels nets au cours du deuxième trimestre s'explique principalement par une perte de réserves de \$850 millions et l'utilisation, à concurrence de \$885 millions, des facilités disponibles auprès du F.M.I. et au titre des Accords Généraux d'Emprunt.

En revanche, au cours du second semestre de l'année, il apparaît, d'après les chiffres résiduels indiqués dans le tableau de la page précédente que la diminution de \$1,6 milliard des avoirs officiels nets a été inférieure au recul noté durant le seul deuxième trimestre, malgré une progression du déficit global des paiements à \$2,4 milliards. Ce phénomène s'explique par le fait que les établissements de crédit ont réduit leur position nette envers l'étranger de \$700 millions, par suite notamment des restrictions imposées en décembre 1968 aux résidents français sur les opérations de couverture de change à terme, ce qui a, en conséquence, diminué la nécessité, pour les banques, de détenir des devises au comptant.

Belgique. La balance des paiements de la Belgique s'est très fortement détériorée en 1968, pour faire ressortir un déficit global de \$220 millions. Les engagements des banques sur des non-résidents ayant fléchi de \$60 millions en chiffres nets, les avoirs monétaires officiels ont accusé un solde négatif de \$280 millions. Les réserves de change ont diminué de \$360 millions et la position au Fonds Monétaire et dans le cadre des Accords Généraux d'Emprunt a fléchi de \$25 millions. En revanche, l'encaisse-or s'est renforcée de la contre-valeur de \$45 millions et les autres avoirs monétaires – comprenant le portefeuille d'effets représentatifs de ventes à l'étranger, libellés en francs belges, de la Banque Nationale de Belgique – ont augmenté de \$70 millions.

Au cours du premier trimestre de 1969, les avoirs monétaires officiels ont marqué un nouveau recul (— \$100 millions en chiffres nets) résultant, à concurrence de la moitié environ, d'exportations de fonds par les banques pour un montant de \$55 millions. Au début du mois d'avril, des limites ont été fixées par les autorités au volume global des avoirs en devises des banques, en provenance du marché officiel des changes et de leurs avances en monnaie nationale aux non-résidents. Les banques ont été invitées à s'y conformer avant le 30 juin.

Pays-Bas. Comme en Belgique, la balance générale des paiements des Pays-Bas est passée d'un excédent en 1967 à un solde négatif en 1968 (— \$100 millions), qui s'est accompagné de sorties de fonds par le canal des banques. Les engagements nets des banques envers l'étranger ayant fléchi de \$65 millions, le volume net des avoirs monétaires officiels a marqué un recul de \$165 millions. Les réserves de change ont en fait diminué de \$310 millions car, outre les prélèvements opérés pour financer le déficit global et les exportations de capitaux par les banques, elles ont subi une ponction équivalente aux conversions en dollars des florins prêtés dans le cadre du F.M.I. Au total, la position auprès de cet organisme et au titre des Accords Généraux d'Emprunt s'est élargie de \$145 millions en cours d'année. L'encaisse-or a fléchi de \$15 millions. Au premier trimestre de 1969, la balance générale des paiements s'est soldée par un excédent de \$90 millions, mais les avoirs monétaires officiels nets ont marqué un nouveau recul de \$60 millions, en raison de nouvelles et importantes sorties de fonds effectuées par le canal des banques pour un montant de \$150 millions.

Autres pays d'Europe. A la suite de la dévaluation du mark finlandais en octobre 1967, la balance générale des paiements de la *Finlande* s'est considérablement améliorée, faisant apparaître un excédent de \$240 millions contre un déficit de \$75 millions en 1967; cet excédent s'est traduit par une progression sensiblement égale (+\$245 millions) des avoirs monétaires officiels. Les réserves de change se sont accrues de \$180 millions et, en outre, \$65 millions ont été remboursés au Fonds Monétaire. La balance générale des paiements s'est encore soldée par un surplus au premier trimestre de 1969, et les avoirs officiels nets ont de nouveau progressé (+\$35 millions). L'excédent global de la *Norvège*, pour 1968 (\$150 millions), est du même ordre de grandeur que celui de l'année précédente. Mais, contrairement à l'évolution constatée en 1967, la majeure partie du surplus de 1968 a trouvé sa contrepartie dans un renforcement de \$115 millions de la position extérieure nette des banques, en raison de l'attraction exercée par la montée des taux d'intérêt à l'étranger. Pendant le premier trimestre de 1969, les avoirs nets en devises des banques ont enregistré une nouvelle augmentation de \$80 millions, qui a été à peu près compensée, toutefois, par une diminution de \$70 millions

des réserves officielles nettes. La balance des paiements du *Danemark* a été pratiquement en équilibre en 1968; du côté des mouvements monétaires avec l'étranger, on a noté un gonflement de \$75 millions des avoirs du secteur bancaire, qui s'est opéré au détriment des réserves monétaires officielles. Ce mouvement a été provoqué, lui aussi, par l'attrait exercé par les taux d'intérêt pratiqués à l'étranger. Durant les trois premiers mois de 1969, la balance des paiements a accusé un déficit important (\$135 millions) et le fléchissement des avoirs officiels nets a été encore plus accentué (\$160 millions) en raison de l'élargissement, à concurrence de \$25 millions, de la position nette des banques envers l'étranger. L'excédent dégagé par la balance générale des paiements du *Portugal* en 1968 (+\$140 millions) a été légèrement inférieur à celui de 1967. Les avoirs officiels se sont inscrits en progrès (+\$130 millions), par suite notamment du renforcement de l'encaisse-or (+\$155 millions). De déficitaire en 1967, la balance des paiements de l'*Espagne* est devenue excédentaire l'an dernier. Le surplus s'est reflété, en totalité, dans un accroissement des réserves de change (+\$45 millions). Celles-ci ont, cependant, diminué de \$70 millions pendant le premier trimestre de 1969.

Canada. Après avoir enregistré un déficit de \$815 millions au premier trimestre de 1968, les comptes extérieurs du Canada se sont fortement redressés pendant le reste de l'année. La balance générale des paiements a, en effet, dégagé un excédent de \$435 millions, soit près de \$100 millions de plus que l'année précédente; ce surplus a été financé, à concurrence de \$305 millions, par une progression du volume net des créances des banques sur les non-résidents, et les réserves monétaires officielles se sont accrues de \$130 millions.

Durant la crise monétaire qui a sévi au premier trimestre, le déficit global a été entièrement couvert par un fléchissement des avoirs officiels nets. Les principales opérations de financement de ce déficit ont été l'utilisation, à concurrence de \$425 millions, des droits de tirage sur le Fonds Monétaire et un prélèvement, pour l'équivalent de \$250 millions, sur l'arrangement de swap conclu avec les Etats-Unis. Le revirement s'est opéré quand le Canada fut exempté des nouvelles mesures de redressement de la balance des paiements des Etats-Unis, en mars. Pendant les neuf autres mois de l'année, on a noté un excédent global de \$1.250 millions et une progression de \$950 millions des avoirs officiels nets sur l'étranger. Le tirage swap sur les Etats-Unis a été complètement remboursé en juillet et la position-or du Canada, s'élevant à \$185 millions, a été entièrement reconstituée à la mi-septembre. C'est toutefois l'augmentation de \$695 millions des avoirs officiels en dollars des Etats-Unis qui, durant cette période, a constitué le principal facteur de financement par les autorités monétaires. Les apports de dollars aux réserves n'ont cependant pas revêtu une forme liquide: en contrepartie de l'exonération des mesures de contrôle appliquées par les Etats-Unis aux mouvements de capitaux, le

Canada s'est engagé à placer les avoirs officiels en dollars dépassant ses besoins courants en valeurs non négociables du gouvernement américain; à cette fin, le gouvernement canadien a acheté \$1.050 millions de titres de cette catégorie au cours de l'année 1968.

Au premier trimestre de 1969, l'excédent global du Canada a fléchi à \$25 millions, par suite, notamment, de l'entrée en jeu de facteurs saisonniers. Les banques commerciales, dont la position nette envers les pays tiers avait été réduite depuis le début du mois de mars 1968, ont accru, à concurrence de \$65 millions, le volume net de leurs créances, la totalité étant, semble-t-il, sur les Etats-Unis. En conséquence, les réserves nettes officielles ont accusé une baisse de \$40 millions pour l'ensemble des trois mois.

Japon. Au Japon également, la balance générale des paiements a dégagé un déficit au premier trimestre de 1968, qui a revêtu essentiellement un caractère saisonnier; au cours des trois autres trimestres, des excédents de plus en plus importants ont en effet pris le relais, de sorte que les comptes extérieurs se sont soldés par un excédent de \$1.100 millions pour l'ensemble de l'année. Ce montant a été financé à raison de \$240 millions par les banques commerciales, alors qu'en 1967, elles avaient augmenté leurs engagements de \$510 millions et les avoirs officiels nets se sont inscrits en hausse de \$860 millions, au lieu d'une baisse de \$60 millions en 1967. La plus forte progression a été enregistrée par les réserves officielles de change, pour un montant de \$710 millions, dont la quasi-totalité en dollars des Etats-Unis. L'excédent de la balance générale des paiements s'est maintenu, au premier trimestre de 1969, pour atteindre \$280 millions, et le volume net des avoirs officiels a marqué une nouvelle progression de \$320 millions, qui a également revêtu presque exclusivement la forme d'avoirs en dollars des Etats-Unis.

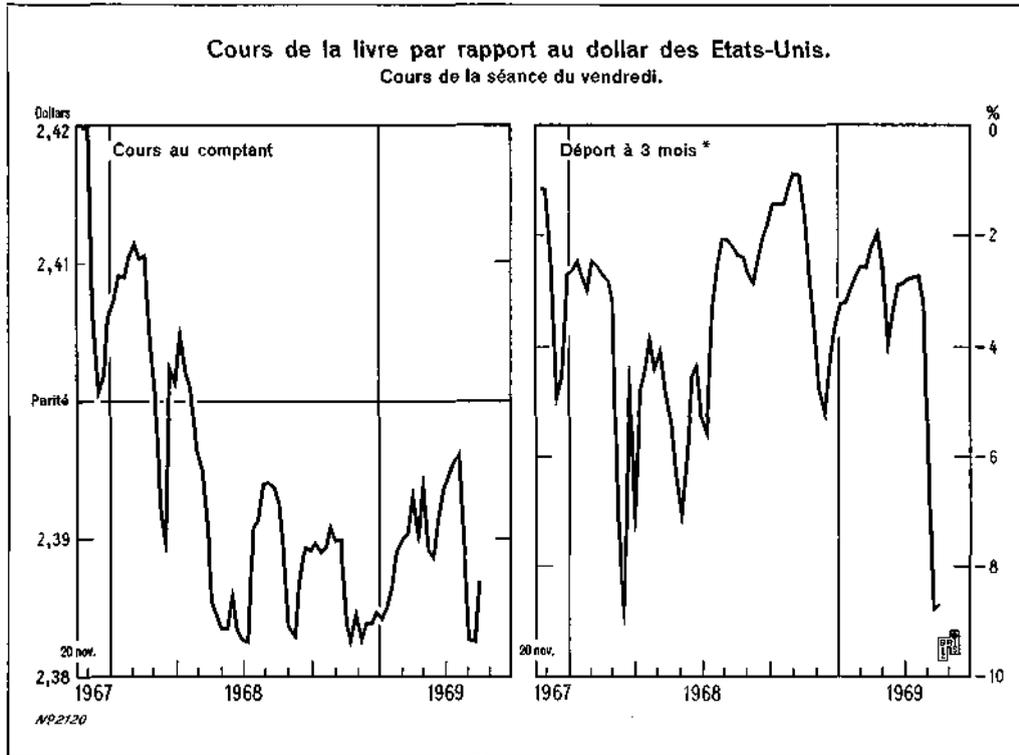
Marché des changes.

Depuis le retour à un régime de convertibilité monétaire en Europe à la fin de 1958, les marchés des changes n'ont jamais été aussi tourmentés qu'entre le 15 septembre 1967 et le 15 mars 1968. En outre, des mouvements caractérisés de défiance se sont manifestés périodiquement au cours de l'an passé. C'est d'abord le franc français qui a été soumis à de violentes pressions en mai et juin 1968. Puis, durant les six derniers mois de l'année, l'éventualité d'une réévaluation du deutsche mark, qui s'est d'ailleurs toujours inscrite en filigrane depuis la crise de l'or en mars, a joué un rôle prépondérant. Parallèlement, des menaces continuaient de planer sur la livre par suite des difficultés persistantes de la balance des paiements du Royaume-Uni. L'inconstance dans le comportement des parties en présence s'est traduite par

l'apparition de mouvements désordonnés de capitaux à court terme et cette situation atteignait son point culminant au milieu du mois de novembre, au moment où des capitaux spéculatifs à court terme affluaient massivement en Allemagne. Le 20 novembre, la plupart des grands marchés des changes d'Europe étaient fermés pour une durée de trois jours pendant que les Ministres et les Gouverneurs des banques centrales du Groupe des Dix se réunissaient à Bonn en vue de procéder à un échange de vues sur les moyens de résoudre la crise. Les dispositions adoptées par les trois pays principalement concernés ont été décrites dans le Chapitre I. Même si elles n'ont pas permis de rétablir immédiatement la confiance, un reflux considérable de fonds en provenance d'Allemagne s'est rapidement amorcé, de sorte que la situation s'est améliorée pendant un certain temps sur les marchés.

Contrairement à ce qui s'était passé pendant les premiers mois de 1968, où le dollar avait été l'un des centres de préoccupation, la monnaie américaine n'a pas été impliquée directement dans la crise de novembre. Au début du printemps 1969, sous l'influence en grande partie des emprunts massifs effectués par les Etats-Unis sur les marchés européens, presque toutes les grandes monnaies européennes, à l'exception principalement du franc suisse, se tenaient sensiblement au-dessous de la parité avec le dollar et un grand nombre d'entre elles accusaient un report appréciable à terme. Puis, au début de mai, une nouvelle vague de spéculation vers l'Allemagne a provoqué d'autres remous sur les marchés.

Livre sterling. Pendant la plus grande partie de la période sous revue, la livre a accusé une assez grande faiblesse sur les marchés des changes du fait surtout de la lenteur de l'amélioration escomptée pour la balance des paiements à la suite de la dévaluation; la monnaie britannique est ainsi devenue très vulnérable face aux troubles qui sont apparus dans d'autres secteurs importants du système monétaire. Après s'être redressé au début de 1968, le cours de la livre au comptant par rapport au dollar a fléchi à \$2,39 pendant la crise de l'or du mois de mars, tandis que, sur le marché à terme, auquel la Banque d'Angleterre avait cessé d'apporter un soutien actif, le déport de la livre par rapport au dollar à 3 mois s'était tendu, jusqu'à atteindre 15% l'an. A la suite de la décision prise par les membres du pool de l'or de ne plus intervenir sur le marché, le sterling amorça un redressement, qui fut renforcé par l'accueil favorable réservé à la présentation du projet de budget du Royaume-Uni. Début avril, le cours de la livre au comptant s'est raffermi à \$2,40 ½. Toutefois, presque immédiatement après, il a de nouveau cédé du terrain et, vers le milieu de l'année, il a été ramené à \$2,38 ¼. Les causes de ce nouvel accès de faiblesse résident dans les difficultés de la balance des paiements, les répercussions de la crise française et la décision prise par un certain nombre de pays de la zone sterling de réduire la composante sterling de leurs réserves.



* En pourcentages annuels.

En juillet, la livre s'est très fortement redressée, tant au comptant qu'à terme, à la suite de l'annonce, le 8 juillet, qu'un accord de principe avait été réalisé sur l'ouverture d'une nouvelle et importante facilité internationale de crédit au Royaume-Uni en vue de permettre à ce dernier de mettre ses réserves à l'abri des réductions des avoirs en livres détenus par les pays de la zone sterling. Le cours au comptant par rapport au dollar est remonté à \$2,39½ fin juillet, tandis que le déport à trois mois avoisinait 2% par an. En août et au début de septembre, par suite d'abord des événements en Tchécoslovaquie puis de la recrudescence de la spéculation en faveur de la réévaluation du deutsche mark, la livre a encore donné des signes de faiblesse. En reprise à la suite de la confirmation de l'ouverture d'un nouveau crédit de \$2 milliards le 9 septembre, elle est demeurée légèrement plus ferme jusqu'à fin octobre. Si le cours au comptant n'a jamais nettement dépassé \$2,39, le déport à trois mois s'est considérablement rétréci aux environs de ¾% l'an à fin octobre.

Une fois de plus, cependant, il s'est révélé impossible de consolider la position du sterling. La spéculation sur une modification éventuelle des parités du mark allemand et du franc français ayant repris avec vigueur, de très fortes pressions se sont exercées sur la livre en novembre. Le cours au comptant a été maintenu

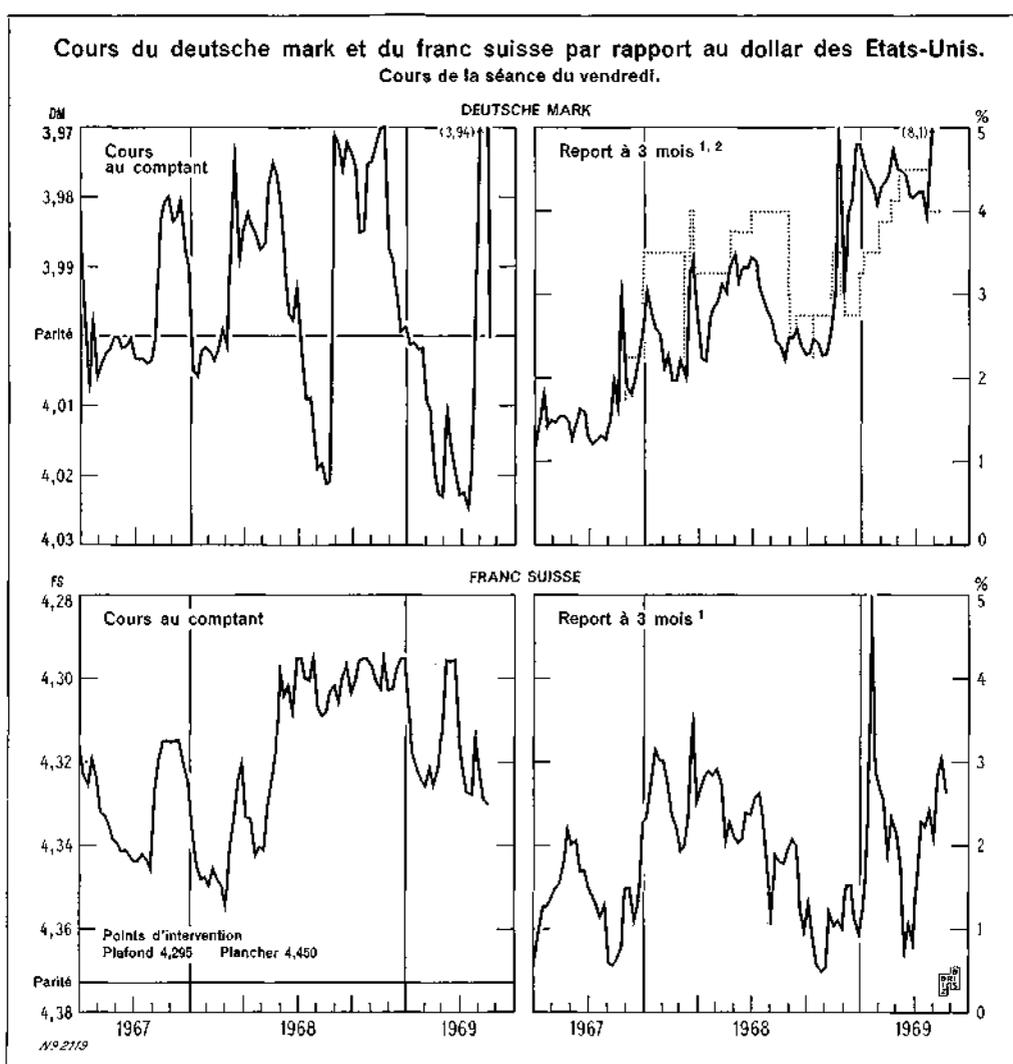
à \$2,38 $\frac{1}{4}$ à Londres, puis soutenu à New York, par la Federal Reserve Bank, à son cours plancher de \$2,38, alors que celle-ci agissait pour le compte de la Banque d'Angleterre pendant la clôture du marché londonien du 20 au 22 novembre. Parallèlement, le déport sur la livre à trois mois s'est fortement tendu pour atteindre, à New York, près de 9% l'an.

Si la spéculation s'est apaisée lors de la réouverture, le 25 novembre, des principaux marchés des changes d'Europe, le cours du sterling a continué de donner des signes de faiblesse presque en permanence jusqu'à la fin de l'année. En janvier et en février 1969, il s'est toutefois sensiblement redressé, en raison d'une assez forte demande de sterling provenant tant des besoins commerciaux, en grande partie de caractère saisonnier, que d'une certaine reconstitution des avoirs en livres de la zone sterling. Même si les effets de ce redressement ont été limités par le resserrement du crédit aux Etats-Unis, le cours au comptant a dépassé \$2,39 $\frac{1}{4}$ à la fin février alors que le déport s'établissait à environ 2 $\frac{1}{2}$ % l'an. En mars, la livre a connu un nouvel et bref accès de faiblesse, provoqué en partie par la déception causée par l'annonce des résultats des échanges commerciaux avec l'étranger pour le mois de février. Elle fut soumise ensuite à des pressions bien plus accentuées, en avril, puis au début de mai, au moment où la spéculation en faveur du deutsche mark revêtait une intensité encore plus forte qu'en novembre 1968. Le cours du comptant fléchit pendant quelque temps à \$2,38 $\frac{1}{4}$, tandis que le déport à trois mois sur le dollar s'élargit à 16% l'an.

Deutsche mark. Le cours du deutsche mark au comptant par rapport au dollar des Etats-Unis a enregistré des fluctuations accentuées au cours de la période étudiée. D'une part, à plusieurs reprises, le deutsche mark a atteint son plafond d'intervention par rapport au dollar sur le marché au comptant, par suite de l'afflux de capitaux en Allemagne en prévision d'une réévaluation éventuelle. D'autre part, entre les vagues spéculatives, le cours du comptant s'est inscrit en forte baisse, sous l'influence du déficit de la balance de base des paiements, tombant à certains moments à des cotations jamais atteintes depuis l'adoption de la nouvelle parité en 1961. Sur les marchés à terme, le deutsche mark n'a cessé de faire preuve de fermeté, soutenu en cela par l'existence de taux d'intérêt relativement bas en Allemagne et, lors de poussées de fièvre spéculative, il progressait à des niveaux exceptionnellement élevés.

Les tensions s'étant relâchées après la crise de l'or de mars 1968, le cours du deutsche mark au comptant par rapport au dollar a cédé du terrain, passant de DM 3,97 (niveau record) à DM 3,98 $\frac{3}{4}$ à fin avril. Puis, en mai, par suite des incertitudes persistantes au sujet du dollar et de la livre, une nouvelle vague spéculative, d'ampleur limitée, en faveur du deutsche mark s'est déclenchée, portant à

nouveau le cours à DM 3,97½. La spéculation s'est rapidement apaisée et, du milieu de mai au milieu du mois d'août, le cours du comptant par rapport au dollar n'a pratiquement pas cessé de céder du terrain, pour s'établir à DM 4,02⅛, soit plus de ½% au-dessous de la parité. Pendant cette période, le deutsche mark ne semble pas avoir été touché par la fuite des capitaux hors de France. Il ne s'est pas raffermi non plus à la suite du rapatriement, de caractère saisonnier, d'un volume appréciable d'avoirs à l'étranger par les banques commerciales allemandes en juin, étant donné que ce rapatriement s'est opéré essentiellement sous forme du dénouement des opérations de swap en dollars conclues avec la Bundesbank. Ainsi, pendant cette période, marquée par un fléchissement saisonnier de l'excédent des



¹ En pourcentages annuels. ² Le trait continu représente les taux du marché. La ligne en pointillé représente les taux spéciaux consentis par la Bundesbank en faveur des banques commerciales pour les opérations de swap contre dollars E.U.

transactions courantes, l'évolution du cours du marché au comptant s'est ressentie des sorties importantes de capitaux à long terme et, parallèlement, à partir du milieu de l'année, le report s'est replié, pour se situer au voisinage de $2\frac{1}{4}\%$ l'an.

A la fin du mois d'août, les bruits concernant la possibilité d'une réévaluation du deutsche mark s'intensifiaient plus que jamais. Etant donné la faiblesse persistante du franc français et le fait que la livre ne se rétablissait que lentement, ces bruits ont déclenché un mouvement bien plus vaste d'entrées spéculatives de capitaux, de sorte que le cours du comptant par rapport au dollar a pratiquement atteint son plafond de DM 3,97 le 30 août. Le report du deutsche mark à trois mois aurait pu d'ailleurs accuser un raffermissement de même importance, si la Bundesbank n'avait décidé de ramener, fin août, de 4 à $2\frac{1}{2}\%$ le taux des swaps à trois mois conclus avec les banques.

Le démenti catégorique opposé par les autorités allemandes à toute intention de réévaluer le mark a contribué à rétablir le calme pendant la deuxième semaine de septembre; le cours du comptant demeurait cependant assez ferme, malgré une certaine détente qui se maintenait jusqu'à la fin du mois d'octobre environ. Puis une nouvelle poussée de fièvre spéculative encore plus accentuée s'est déclenchée au cours des trois premières semaines de novembre. Le cours au comptant du deutsche mark atteignit son plafond de DM 3,97 pour un dollar le 15 novembre et s'y est maintenu jusqu'à la fermeture du marché des changes de la République fédérale le 20 novembre. En même temps, le report à trois mois par rapport au dollar s'est élargi à près de 5% par an (niveau record), tandis que les facilités de swap ouvertes par la Bundesbank aux banques commerciales à des taux variant entre $2\frac{1}{2}\%$ et $3\frac{1}{2}\%$ l'an étaient temporairement consenties aux seules fins de placements sous forme de Bons du Trésor des Etats-Unis.

Le reflux de capitaux hors d'Allemagne, intervenu immédiatement après la conférence de Bonn, a ramené à la fin de l'année le cours du comptant contre dollars à la parité; c'est à ce niveau qu'il s'est maintenu pendant le mois de janvier. Puis, par suite de l'apparition, sous l'effet des exportations de capitaux, d'un déficit considérable de la balance générale des paiements, le cours du deutsche mark a de nouveau cédé du terrain, pour s'établir, début mars, à DM $4,02\frac{5}{8}$, soit presque 0,7% au-dessous de la parité; le marché à terme, en revanche, est constamment demeuré ferme, le report à trois mois se situant presque en permanence au-dessus de 4% par an et reflétant le niveau record enregistré par les taux d'intérêt sur le marché de l'Euro-dollar.

A la mi-avril, le deutsche mark a amorcé un nouveau raffermissement, tant au comptant qu'à terme. A la fin du mois, le cours au comptant se tenait

fermement au plafond d'intervention; il l'a même franchi pendant certaines séances au début du mois de mai avec le nouvel afflux considérable de capitaux. Le 8 mai, le report à trois mois sur le dollar a atteint 9% l'an puis, avec la décision prise par le gouvernement allemand de ne pas réévaluer, le mark s'est de nouveau replié, mais, sur le marché à terme, il a continué à faire preuve d'une exceptionnelle fermeté.

Franc suisse. Depuis le fort mouvement sur l'or de mars 1968, le franc suisse a fait l'objet presque en permanence de fortes demandes. Tous les autres grands marchés des changes d'Europe ayant alors été temporairement fermés, la Banque Nationale Suisse a laissé monter son cours d'intervention au niveau de la limite officielle de FS 4,29½ pour un dollar, soit 1,78% au-dessus de la parité, alors que le cours généralement appliqué depuis 1961 était de FS 4,31½. En pratique, le franc suisse ne s'est tendu qu'à FS 4,32. Il s'est raffermi début mai, pour atteindre pratiquement son nouveau cours d'intervention par rapport au dollar, lorsque des capitaux ont quitté la France en masse à la fin du mois. Pendant le reste de l'année, il s'est maintenu toujours au-dessus du plafond d'intervention d'avant mars.

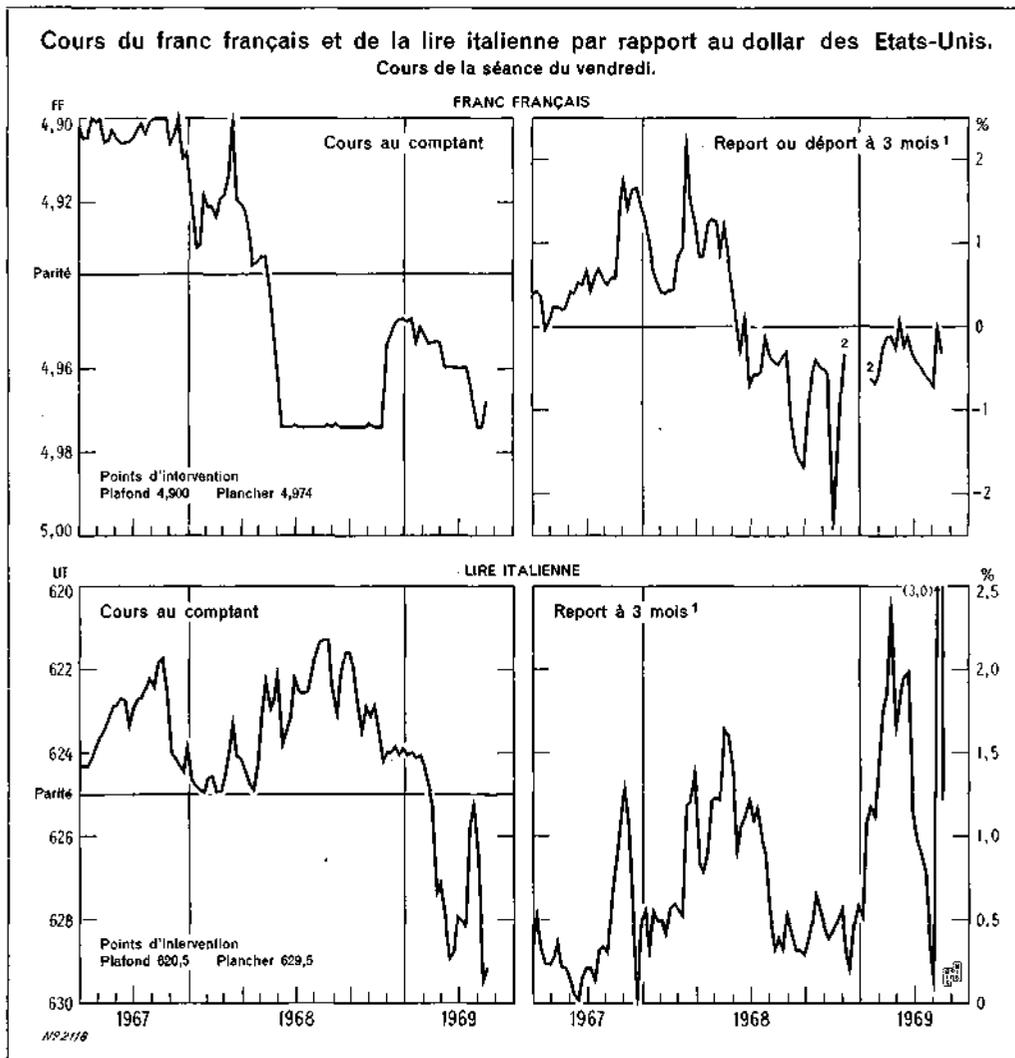
Le cours s'est replié à FS 4,31 début août, mais les événements de Tchécoslovaquie, suivis de la spéculation sur le deutsche mark, ont provoqué une modification de la tendance; ainsi, fin septembre, le franc suisse a de nouveau fait montre d'une très grande fermeté, d'autant plus qu'à ce moment-là les banques devaient faire face à un manque de disponibilités à l'intérieur de l'économie. Pendant la troisième semaine de novembre, le franc suisse a été affecté par la crise monétaire internationale, le cours du comptant s'étant tendu, durant la conférence de Bonn, à FS 4,29½. Vers la fin de l'année, il s'est de nouveau rapproché du plafond d'intervention en dépit de la liquidité interne mise une fois de plus à la disposition des banques par la Banque Nationale aux termes de transactions de swap très étendues.

Au début de 1969, le mouvement de sorties de fonds, de caractère saisonnier, qui a été amplifié par la tendance fortement ascendante des taux d'intérêt sur le marché de l'Euro-dollar, a entraîné un vif repli, à FS 4,32¾, du cours du comptant, à la mi-février; ce recul a été accompagné en janvier d'un raffermissement, à un peu plus de 2½% l'an, du report à trois mois sur le dollar, report qui avait cédé du terrain pendant la majeure partie de 1968. Ces mouvements se sont momentanément inversés vers la fin du premier trimestre, au moment où le cours au comptant touchait de nouveau son plafond. En avril, en revanche, de nouvelles sorties de fonds ont ramené le cours du franc suisse au comptant à FS 4,33 – moins de 1% au-dessus de la parité – ce qui constitue le niveau le

plus faible depuis près de douze mois. Après s'être redressé vers la fin du mois, le cours s'est de nouveau replié à FS 4,33 lors de la fièvre spéculative en faveur de la réévaluation du deutsche mark.

Franc français. Depuis le mois de mai 1968, la situation fondamentale du franc français est très précaire. Si cette faiblesse s'est reflétée la plupart du temps dans l'évolution des cours sur le marché, le rétablissement du contrôle des changes, fin novembre 1968, a été suivi d'un raffermissement accentué pendant près de trois mois.

Peu de temps avant le déclenchement de l'agitation estudiantine de 1968, le cours au comptant par rapport au dollar se tenait près de la parité. Du 20 mai



¹ En pourcentages annuels. ² A compter du 4 décembre 1968, les résidents français autres que des banques n'ont plus été autorisés à obtenir une couverture de change à terme à plus d'un mois, à compter du 19 janvier 1969, la faculté de couverture à terme à trois mois a été rétablie pour une gamme très limitée d'importations.

au 7 juin, le marché des changes de Paris n'a pu fonctionner; cependant, sur les places étrangères, le cours au comptant s'est établi à la limite inférieure de FF 4,9740 pour un dollar, des opérations de soutien étant réalisées, pour compte de la Banque de France, à New York par la Federal Reserve Bank et en Europe par la B.R.I. A la suite de la réouverture du marché de Paris, le cours au comptant est resté au voisinage immédiat du plancher d'intervention jusqu'au moment où la crise monétaire de novembre a conduit à une nouvelle fermeture du marché. Le cours au comptant s'étant continuellement maintenu au plancher, on peut se faire une idée de l'évolution des tensions qui se sont exercées sur le franc pendant cette période en examinant les fluctuations du cours à terme. Le déport à trois mois sur le dollar, qui est apparu en mai, s'est tendu à près de $1\frac{3}{4}\%$ l'an, début septembre et à plus de 3% pendant la crise monétaire de novembre.

A la suite de la réunion du Groupe des Dix à Bonn et de la décision prise par le gouvernement français de ne pas dévaluer, le cours au comptant par rapport au dollar s'est fortement redressé. Il se tenait à FF 4,94 $\frac{3}{4}$ à la fin de l'année, soit un peu moins de 0,25% en dessous de la parité; il s'est presque constamment maintenu au-dessus de FF 4,95 $\frac{1}{2}$ jusqu'à la fin février 1969.

Ce redressement est en grande partie la conséquence des mesures prises par les autorités françaises concernant notamment les restrictions imposées à l'accès des résidents au marché des changes à terme. Par ailleurs, les opérations des banques avec l'étranger furent assujetties à un certain nombre de dispositions restrictives; en décembre 1968, obligation a été faite aux banques de ramener, à la fin de l'année, leur position globale en devises et, à la fin janvier, leurs créances en francs français sur des non-résidents, aux niveaux enregistrés le 3 septembre 1968. D'autre part, en janvier 1969, toutes les banques entretenant des positions nettes en devises envers des non-résidents furent invitées, en principe, à les équilibrer à la fin du mois. Dans le cas contraire, elles étaient tenues pour une période de trois mois d'effectuer des dépôts en dollars à la Banque de France à concurrence du montant net de leurs avoirs en devises sur des non-résidents.

En mars, le franc a amorcé un nouveau repli et, à la suite de la démission du Général de Gaulle à la fin avril, le cours est tombé à son plancher par rapport au dollar, et il est demeuré à ce niveau, ou à ses environs immédiats, pendant la forte poussée de fièvre spéculative qui s'est déclenchée sur le deutsche mark début mai.

La lire. La lire s'est généralement moins ressentie que les monnaies étudiées jusqu'à présent des mouvements spéculatifs répétés depuis mars 1968. Cependant, les fluctuations du taux de change ont revêtu une ampleur plus forte qu'en n'importe quelle période précédente. Après avoir atteint, pendant un bref intervalle,

le niveau record de LIT 622 $\frac{1}{4}$ durant le mois de mars, le cours de la lire au comptant par rapport au dollar est retombé pratiquement à sa parité en avril. Il s'est raffermi ensuite jusqu'à fin août, sous l'influence de facteurs saisonniers, pour se situer à LIT 621 $\frac{1}{4}$ — près de 0,6% au-dessus de la parité — ce qui constitue le niveau le plus élevé atteint depuis plus de cinq années par rapport au dollar. En repli par la suite à LIT 624 vers la fin de novembre, le cours a varié ensuite dans des limites étroites aux environs de ce niveau jusqu'au début du mois de février 1969.

Au début de 1969, les autorités italiennes se sont préoccupées des fortes répercussions exercées par la montée record des taux d'intérêt du marché de l'Euro-dollar sur la situation monétaire intérieure. Elles se sont donc employées, au milieu du mois de février, à enrayer les pertes de liquidités. Elles ont décidé de laisser fléchir, pour la première fois, le cours du comptant nettement en dessous de la parité; au début de mars, ce cours s'est établi à LIT 629. En outre, elles ont fortement relevé le coût des swaps en dollars offerts au système bancaire par l'Office Italien des Changes. Ces mesures se sont traduites par un renchérissement des exportations de capitaux. Puis, en mars, les banques furent invitées à équilibrer, avant le 30 juin, leur position nette envers l'étranger, qui se montait à près de \$800 millions. Au milieu du mois d'avril, le cours de la lire au comptant a amorcé un nouveau raffermissement; il s'est toutefois replié momentanément à son plancher d'intervention le 9 mai, lorsque les entrées de capitaux spéculatifs en Allemagne ont atteint leur point culminant.

Autres monnaies. Le franc belge et le florin néerlandais, qui se tenaient généralement aux environs de leur plafond d'intervention par rapport au dollar pendant le deuxième semestre de 1967, se sont fortement repliés de mars à octobre 1968. Le cours au comptant du franc belge, qui a accusé un recul assez continu à partir de mai, s'est situé tout près du plancher d'intervention à la fin du mois d'octobre. Quant au florin néerlandais, il a fortement fléchi à la suite de la crise de l'or, puis il est demeuré aux environs de la parité avec le dollar jusqu'au début du deuxième semestre; il s'est ensuite inscrit en repli pour se situer, au milieu d'octobre, à près de 0,7% au-dessous de la parité.

Si, à partir d'octobre, l'évolution de ces deux monnaies a été dans l'ensemble assez comparable, certaines divergences se sont toutefois manifestées dans les cotations. A la suite du resserrement monétaire aux Pays-Bas, pendant le dernier trimestre, le cours du florin au comptant, qui avait été contenu jusqu'à la mi-novembre sous l'effet des demandes de deutsche marks, s'est raffermi pour s'établir en décembre à plus de 0,4% au-dessus de la parité; puis, au début de 1969, il s'est vivement replié en raison des demandes particulièrement vigoureuses d'Euro-dollars. Les taux d'intérêt se sont également tendus en Belgique, mais le cours

au comptant n'a que légèrement progressé à la fin de l'année; début avril, il est retombé à un niveau se situant juste au-dessus du plancher. A la suite de l'obligation qui a été faite à ce moment-là aux banques de réduire considérablement, d'ici le 30 juin, la position nette de leurs avoirs en devises sur l'étranger, le cours du comptant est remonté à sa parité. Au début du mois de mai, le franc belge et le florin hollandais se ressentaient défavorablement des remous qui agitaient le marché des changes. A ce moment, le cours du franc belge sur le marché libre, qui a continuellement cédé du terrain pendant la période étudiée, faisait apparaître un déport d'environ 8%.

Etant donné que la balance des paiements de l'Autriche a encore dégagé un léger excédent en 1968, le schilling a fait généralement preuve d'une grande fermeté par rapport au dollar. Le cours du comptant n'est jamais descendu à plus de 0,4% au-dessus de la parité; durant l'été, il a même atteint par moments le plafond d'intervention. En Norvège également, la balance générale des paiements a fait ressortir un excédent confortable et le taux de change de la couronne a été presque constamment maintenu à la parité par rapport au dollar. La couronne suédoise, quant à elle, a évolué légèrement au-dessus de la parité pendant la majeure partie de l'année; son cours est toutefois passé légèrement en dessous, au cours du quatrième trimestre et lors de la crise de mai 1969, par suite de difficultés de balance des paiements. Les fluctuations de la couronne danoise en revanche ont été plus accusées: le cours a d'abord fléchi des environs immédiats du plafond d'intervention au printemps 1968 à un niveau voisin de la nouvelle parité — fixée en novembre 1967 — au milieu de l'année, puis il s'est tenu généralement au-dessous de ce niveau. La monnaie danoise a été particulièrement faible lors de la dernière vague de spéculation en faveur du deutsche mark, tombant à plus de 0,5% au-dessous de la parité avant la fermeture du marché danois. La peseta espagnole, qui fut également dévaluée en novembre 1967, a varié dans d'assez étroites limites aux environs de 0,4% au-dessus de la parité, pour retomber, en avril 1969, à un niveau voisin de celle-ci. L'escudo portugais, de son côté, a été maintenu près de sa parité avec le dollar pendant la majeure partie de l'année; en novembre, il a commencé à monter sensiblement pour s'établir à plus de 0,8% au-dessus de la parité au cours d'une séance de fin mars 1969.

Le dollar canadien a été soumis à de fortes pressions au début de 1968, à la suite de l'annonce du nouveau train de mesures de redressement de la balance des paiements des Etats-Unis; le taux de change par rapport au dollar est tombé des environs de la parité (\$E.U. 0,92 1/2), à un cours inférieur à \$E.U. 0,92 en janvier. Début mars, le Canada a bénéficié de l'exonération des mesures de contrôle des sorties de capitaux appliquées par les Etats-Unis, mais les effets de

cette exemption se sont trouvés éclipsés pendant un certain temps par les répercussions de la crise de l'or. Cependant, à l'issue de la réunion de Washington, la situation s'est fortement détendue sur le marché des changes par suite du dénouement de positions spéculatives et en conséquence du redressement de la balance des paiements canadienne, appuyé par des entrées massives de capitaux à long terme en provenance de l'Europe et des Etats-Unis. Le dollar canadien est remonté à sa parité en avril et le cours au comptant s'est tenu à son plafond effectif d'intervention de \$E.U. 0,93 ¼ au mois de juillet. C'est à ce niveau, ou à son voisinage, qu'il est demeuré pendant le reste de la période étudiée.

Le yen japonais s'est inscrit lui aussi en forte reprise au cours de l'année 1968. Après s'être tenu la plupart du temps près du plancher d'intervention de Y 362,7 par rapport au dollar, pendant près de trois années, le cours au comptant n'a cessé de se raffermir à partir d'avril 1968, atteignant pratiquement son plafond de Y 357,3 à la fin de l'année et cela pour la première fois depuis que les marges de fluctuation ont été portées en avril 1963 à 0,75 % de part et d'autre de la parité. Ce redressement prononcé est dû à l'apparition d'un excédent très confortable de paiements. Au cours des premiers mois de 1969, le yen est demeuré dans les environs immédiats de son plafond.

Autres événements dans le domaine des changes.

Aux Etats-Unis, le renforcement des contrôles appliqués en janvier 1968 pour redresser la balance des paiements (décrits dans le Rapport annuel 1967-68) fut maintenu pendant la majeure partie de la période sous revue. En avril 1969 cependant, les autorités décidèrent d'assouplir quelque peu ces mesures pour l'année en cours. En ce qui concerne, en premier lieu, les investissements directs à l'étranger, le montant minimum des investissements soumis au contrôle fut porté de \$300.000 à \$1 million; parallèlement, l'autre limite possible aux investissements directs des sociétés à l'étranger pour l'année 1969 fut relevée de 20 à 30 % du montant des revenus de leurs investissements à l'étranger en 1968. On estime que ces mesures pourraient se traduire au total en 1969 par une augmentation de \$2.950 millions à \$3.350 millions du volume global des investissements directs à l'étranger soumis au contrôle du Department of Commerce. En second lieu, à côté des plafonds déjà existants en matière de prêts à des non-résidents (103 % du montant à fin 1964 pour les banques qui octroient traditionnellement des prêts à des non-résidents et, pour les autres banques, le niveau de fin 1967, augmenté du tiers de la différence entre ce niveau et 2 % du volume global de leurs actifs à fin 1966), les banques ont la

possibilité d'accroître en 1969 leurs actifs à l'étranger jusqu'à concurrence de 1 ½ % du volume global de leurs actifs à fin 1968. En outre, les plafonds appliqués aux créances sur l'étranger des organismes financiers autres que les banques furent portés de 95 à 100 % du niveau de fin 1967. Ces mesures pourraient également, estime-t-on, accroître de \$400 millions, par rapport aux limites fixées précédemment, les prêts à des non-résidents. Enfin, le taux de la taxe d'égalisation des taux d'intérêt appliquée aux achats d'actions étrangères par des résidents américains fut réduit de 18 ¾ à 11 ¼ % et le taux de cette taxe perçue sur les achats d'obligations étrangères fut également abaissé, en taux d'intérêt annuel, de 1 ¼ à ¾ %.

Au Royaume-Uni, mis à part le système du dépôt préalable à l'importation décrit, à la page 33, la principale modification apportée à la réglementation du contrôle des changes au cours de la période sous revue concerne la suppression, en octobre 1968, de la facilité offerte aux banques exerçant leur activité dans le pays d'accorder des crédits en sterling à des non-résidents pour le financement des transactions commerciales entre des pays extérieurs à la zone sterling.

En France, le contrôle des changes (qui avait été aboli à la fin de 1966) a été rétabli en mai 1968; il fut de nouveau supprimé en septembre pendant quelque temps, pour être remis en place une fois encore dans des conditions plus strictes, vers la fin du mois de novembre. Aux termes de ce dernier contrôle, sont soumis à autorisation officielle:

- tout règlement opéré au profit d'un non-résident,
- tout achat de valeurs mobilières étrangères autres que celles qui sont acquises au moyen du produit de la vente de titres détenus précédemment, et
- toute importation et exportation d'or.

Toute transaction opérée par un résident avec l'étranger doit s'effectuer par le canal d'intermédiaires agréés; de même que tous les moyens de paiements et tous les titres étrangers détenus en France doivent être déposés chez un intermédiaire agréé. En même temps, les résidents ont été tenus de rapatrier toutes les créances sur des non-résidents et tous les revenus acquis ou reçus pendant les quatre mois précédents. En outre, les touristes français se rendant à l'étranger ont été soumis à un régime de restriction de change. Aux termes de nouvelles dispositions applicables à partir de janvier 1969, les résidents sont autorisés à emporter, d'une façon générale, l'équivalent de FF 1.000 en devises par an; pour les voyages d'affaires, l'allocation se situe entre FF 2.000 et FF 3.000 par voyage. En outre, ne peuvent être exportés de France plus de FF 200 en billets de banque français. Enfin, les résidents se sont vu interdire la possibilité de se procurer des moyens de change à terme, sauf dans la mesure où ces devises étaient destinées

à l'importation d'un nombre limité de produits, matières premières principalement, pour lesquels une couverture de change à un mois maximum pouvait être accordée. Depuis janvier 1969, une couverture à terme à trois mois maximum a été autorisée pour l'importation de certains de ces articles. En mars 1969, les emprunts à l'étranger furent soumis à autorisation préalable; la liquidation d'investissements directs français à l'étranger fut assujettie à la déclaration préalable aux autorités; enfin, les bénéfices réalisés par des filiales de sociétés françaises à l'étranger ne peuvent désormais être ni conservés sur place, ni réinvestis sans autorisation.

En plus des mesures décrites dans le paragraphe précédent, des restrictions furent imposées en décembre 1968, puis en janvier 1969, aux opérations des banques françaises avec l'étranger (voir page 178). Des dispositions quelque peu analogues furent appliquées récemment en Belgique et en Italie aux opérations bancaires avec l'étranger (voir pages 168 et 179).

En ce qui concerne l'Allemagne, les mesures douanières (taxation des importations et détaxation des exportations) décidées en novembre 1968, ainsi que la fixation d'un taux de 100% pour les réserves obligatoires calculées sur tout accroissement, au-delà du niveau atteint le 15 novembre 1968, des engagements envers l'étranger des banques assujetties à cette réglementation, ont déjà été examinées à la page 14 (par la suite, le niveau atteint entre le 15 et le 30 avril 1969 a été choisi comme référence). Ces dispositions ont été suivies presque immédiatement d'autres mesures destinées à décourager les entrées de fonds étrangers en Allemagne. Les banques n'étaient plus autorisées, sauf exception, à accepter des dépôts de non-résidents, à rémunérer les nouveaux dépôts d'épargne de non-résidents, ni à effectuer des emprunts auprès de non-résidents. Toutefois, ont été exemptés de la réglementation les dépôts ou prêts acceptés en règlement de transactions courantes ou d'opérations en capital à long terme de caractère normal avec des non-résidents. Vers la fin février, au moment où l'on a assisté à un renversement de l'afflux des capitaux, les restrictions ci-dessus ont été supprimées. Par ailleurs, le pourcentage des réserves obligatoires des banques, calculées sur leurs engagements envers l'étranger non soumis à la constitution de réserves au taux de 100% comme il a été mentionné précédemment, est relevé de 50% avec effet au 1^{er} juin.

Dans le reste de l'Europe, il faut signaler la modification des taux de change en Islande et en Roumanie au cours de la période étudiée. Le 12 novembre 1968, la couronne islandaise a été dévaluée de 35%, la parité passant de KIS 57 pour 1 dollar E.U. à KIS 88. Peu de temps auparavant, en septembre 1968, une taxe complémentaire de 20% avait été imposée sur l'ensemble des

importations de marchandises et une taxe de 20% fut également appliquée aux cessions de devises à des fins touristiques; un contrôle des changes très étendu fut instauré en octobre. La couronne avait déjà été dévaluée de près de 25% en novembre 1967. En Roumanie, le taux de change a été porté, pour les transactions non commerciales, de LEI 12 pour 1 dollar E.U. à LEI 18 le 24 octobre 1968. Enfin, il n'est peut-être pas sans intérêt de mentionner que, depuis septembre 1968, une cinquantaine de banques de pays étrangers acceptent des chèques de voyage, libellés en roubles, émis en faveur de ressortissants de l'Union Soviétique en voyage à l'étranger.

Au Canada, diverses mesures furent prises par les autorités pendant la période sous revue en vue d'éviter que ce pays ne serve, par suite de l'exemption dont il bénéficie à l'égard des mesures de redressement de la balance des paiements appliquées par les Etats-Unis, d'intermédiaire pour l'exportation de capitaux et de crédits des Etats-Unis vers d'autres pays. En mai 1968, la Banque du Canada et les «chartered banks» sont convenues, dans le cadre de directives officielles, de faire en sorte que des fonds d'origine américaine n'empruntent le canal des banques pour être dirigés vers des pays tiers. En substance, ces directives prévoient le blocage, à son niveau de fin février 1968, de la position nette en devises des banques canadiennes envers des résidents de pays autres que le Canada et les Etats-Unis. Des directives semblables furent acceptées, en juillet 1968, par tous les autres établissements financiers canadiens.

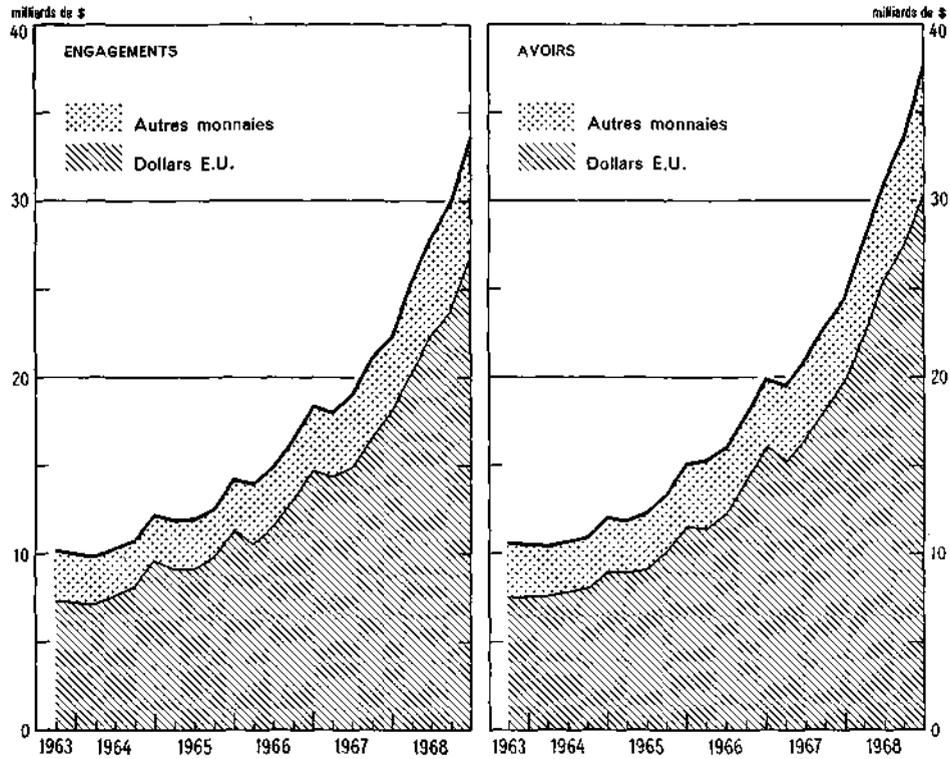
Pour ce qui est de l'Amérique latine, il convient de noter le changement intervenu en août 1968 dans la politique des autorités brésiliennes en matière de taux de change. A ce moment, lorsque le cruzeiro fut dévalué de 12% pour être ramené au taux de CR 3,64 pour 1 dollar E.U., les autorités décidèrent qu'à l'avenir, plutôt que d'entreprendre périodiquement des dévaluations de grande envergure, le taux de change serait, le cas échéant, ajusté plus fréquemment en fonction de la hausse des prix à l'intérieur de l'économie. A la suite de l'application de ce qu'on peut appeler un système de «parité mobile», le taux de change fut modifié sept fois entre les mois d'août 1968 et de mai 1969, date à laquelle le cruzeiro valait CR 4,0375 pour 1 dollar E.U. L'escudo chilien n'a cessé de se déprécier (d'un tiers au total environ) au cours de la période étudiée.

V. LE MARCHÉ DES EURO-MONNAIES.

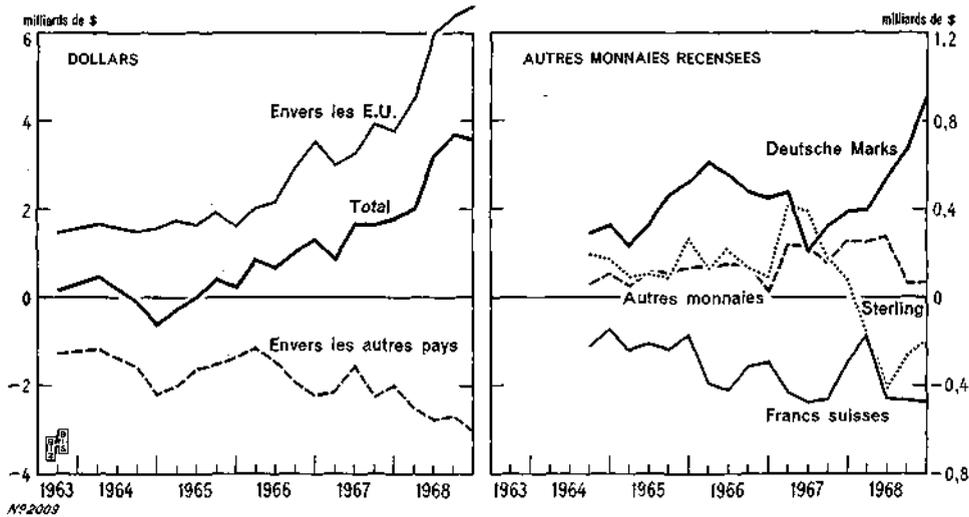
Après avoir marqué, pendant trois années et demie, un développement accéléré, le marché des Euro-monnaies a connu une expansion encore plus rapide en 1968. Les engagements extérieurs en dollars et en six autres monnaies étrangères des banques des huit pays d'Europe qui fournissent des renseignements à la B.R.I. se sont accrus de \$11,3 milliards pour atteindre \$33,5 milliards et leurs avoirs ont augmenté de \$12,9 milliards pour s'établir à \$37,4 milliards. Si l'on fait abstraction des dépôts successifs de banque à banque, on peut estimer que le volume global des encours sur le marché est passé de \$21 milliards environ à \$30 milliards, la composante dollar progressant à elle seule de \$17,5 milliards environ à \$25 milliards. Sur les \$7,5 milliards de nouveaux apports de dollars au marché, un montant d'environ 55 % émanait, semble-t-il, de pays d'Europe occidentale et, en outre, sur les 20 % d'apports effectués par des résidents américains, la plus grande partie provenait de ressources collectées sur les marchés financiers d'Europe. En ce qui concerne les utilisations, les résidents européens auraient absorbé près de 20 % du total et les Etats-Unis 55 % environ. S'il est donc vrai que les pays d'Europe ont fourni la part prépondérante des offres et que les Etats-Unis ont été les principaux utilisateurs, le volume des ressources nouvelles en Euro-dollars en provenance ou à destination de la plupart des autres zones a également progressé par rapport à 1967.

Du côté de la demande, l'étonnant développement du marché s'explique principalement par l'entrée en jeu des facteurs suivants: le resserrement du crédit aux Etats-Unis, qui a conduit les banques américaines à recourir massivement au marché des Euro-dollars; les mesures restrictives prises par les Etats-Unis pour redresser la balance des paiements, qui ont accru la dépendance des succursales en Europe des sociétés américaines à l'égard des ressources en dollars de l'Euro-marché; les remous qui ont agité les marchés des changes, et qui ont parfois donné naissance à une demande d'Euro-dollars aux fins de conversion en or ou en deutsche marks; enfin, au dernier trimestre de l'année, le durcissement de la politique des autorités françaises en matière de change et de crédit, qui s'est traduit par une forte recrudescence des appels adressés au marché des Euro-monnaies par les banques françaises. Parmi les principaux facteurs à l'origine des offres transmises au marché, il y a lieu de mentionner: la détente relative sur la plupart des marchés monétaires d'Europe continentale, les incertitudes monétaires sur le plan international, qui ont parfois provoqué des conversions de grande envergure de livres et de francs français en dollars; les mesures restrictives imposées par les autorités des Etats-Unis, qui ont non seulement stimulé

Engagements et avoirs à court terme des banques commerciales de huit pays européens en certaines monnaies étrangères envers des non-résidents.
Chiffres de fin de trimestre, en milliards de dollars E.U.



Positions nettes des banques commerciales de huit pays européens en certaines monnaies étrangères* envers des non-résidents.
Chiffres de fin de trimestre, en milliards de dollars E.U.



* Dollars E.U., livres sterling, francs suisses, deutsche marks, florins néerlandais, francs français et liras italiennes.

la demande d'Euro-dollars, mais contribué d'une certaine façon à accroître les offres, étant donné que les sociétés américaines réinvestissaient sur le marché de l'Euro-dollar une grande partie des ressources collectées sur les marchés financiers européens.

L'incidence de ces divers facteurs sur le marché ne s'est pas fait sentir uniformément au cours de l'année et, comme en 1967, l'évolution des taux d'intérêt a été sujette à des fluctuations très sensibles. Pendant le premier semestre de 1968, et spécialement au cours du printemps, l'expansion du marché fut principalement déterminée par les demandes vigoureuses adressées par des banques américaines au marché de l'Euro-dollar, dont les taux atteignirent des niveaux records. A la suite de l'assouplissement temporaire des restrictions monétaires aux Etats-Unis, le volume des demandes des banques américaines a fléchi au troisième trimestre et les taux d'intérêt se sont inscrits fortement en recul, l'offre constituant dès lors le principal facteur d'expansion. Mis à part l'entrée en jeu des facteurs habituels de fin d'année, l'intensification des demandes émanant des pays d'Europe continentale durant le quatrième trimestre s'explique principalement par les appels à l'emprunt des banques françaises et par les demandes de dollars destinées à des conversions en deutsche marks.

Le nouveau resserrement de la politique monétaire aux Etats-Unis, et en particulier le fait que les autorités américaines se sont abstenues de procéder à un ajustement, en fonction de la hausse des taux d'intérêt à l'intérieur du pays, des plafonds de rémunération des dépôts à échéance fixe, prévus par le « Règlement Q », a engendré un gonflement de la demande de ressources sur l'Euro-marché par les banques américaines au premier trimestre de 1969. Dans un premier temps, les demandes purent être satisfaites grâce à une assez grande élasticité de l'offre; par la suite, cependant, plusieurs banques centrales européennes eurent progressivement recours à des moyens d'action destinés à contrecarrer, voire à inverser, les sorties de capitaux subies par leur pays au profit de l'Euro-marché, de sorte qu'à partir de février, le flux vers le marché de nouveaux fonds en provenance de ces pays s'est peu à peu tari. En conséquence, les taux d'intérêt s'inscrivirent en forte hausse et, à la fin de mai, les taux des dépôts à trois mois sur le marché de l'Euro-dollar à Londres s'établirent à 10 ½ % environ, soit 3 ¼ points au-dessus du niveau record atteint une année auparavant.

*Positions globales envers l'étranger**. En 1968, le volume des engagements envers l'étranger des banques des huit pays européens qui communiquent des

* Les chiffres indiqués dans cette section sont établis d'après les trois tableaux figurant à la fin de ce chapitre (pages 204, 205 et 206).

renseignements à la B.R.I. s'est accru de \$13,2 milliards pour atteindre \$47,7 milliards, tandis que le montant de leurs avoirs a progressé de \$15,2 milliards pour s'établir à \$47,7 milliards. Cette progression a surtout porté sur la composante devises, les engagements et les créances en monnaies nationales n'ayant augmenté que de \$1,9 milliard et \$2,3 milliards respectivement.

L'Allemagne et la Suisse sont principalement à l'origine de l'élargissement des engagements en monnaies nationales, avec un accroissement de \$1.200 millions et de \$730 millions respectivement. Les engagements extérieurs des banques françaises ont enregistré un fléchissement de \$370 millions. La progression des créances sur l'étranger en monnaies nationales, contrairement à celle des engagements, était assez uniformément répartie. Ce sont les banques suisses et britanniques qui, avec un montant de \$780 millions et \$750 millions respectivement, ont enregistré les accroissements les plus prononcés. Les avoirs des banques allemandes n'ont augmenté, en revanche, que de \$270 millions.

Les engagements et les créances en devises envers l'étranger des banques des huit pays d'Europe ont augmenté respectivement de \$11,3 milliards et \$13 milliards. Les engagements en dollars ont augmenté de \$8,8 milliards pour atteindre \$26,9 milliards et les avoirs en cette monnaie ont progressé de \$10,5 milliards pour s'établir à \$30,4 milliards, marquant ainsi un accroissement d'environ 50%. La progression nette de \$1,8 milliard des créances en dollars sur des non-résidents reflète l'incidence des conversions de monnaies nationales et d'autres monnaies étrangères en dollars, ainsi que l'augmentation du montant net des engagements envers des résidents; elle est intervenue, à concurrence de 60%, pendant le deuxième trimestre, au moment où le contraste entre le resserrement du crédit aux Etats-Unis et l'aisance monétaire sur le continent européen était particulièrement prononcé.

Les positions des banques européennes dans les six autres monnaies recensées se sont élargies à une cadence beaucoup plus rapide qu'en 1967, les engagements progressant de \$2,5 milliards pour atteindre \$6,7 milliards et les créances de \$2,4 milliards pour se situer à \$7 milliards. Comme l'année précédente, la presque totalité des progrès enregistrés concerne surtout les deutsche marks et, dans une moindre mesure, les francs suisses. Le volume net des créances en marks s'est accru de \$530 millions, tandis que les positions nettes dans les autres monnaies, à l'exception de la lire, ont fléchi. La position nette en livres a marqué un revirement, \$80 millions de créances ayant fait place à \$420 millions d'engagements nets au premier semestre de 1968; au deuxième semestre, elle s'est au contraire redressée de \$220 millions. Après avoir fléchi de \$120 millions pendant les trois premiers mois, le volume net des engagements en francs suisses a augmenté

Variations des positions extérieures des banques en certaines monnaies étrangères.

Postes	1965	1966	1967	1968	Montant total en cours à la fin de 1968
en millions de dollars E. U.					
<i>Banques européennes fournissant des renseignements à la B.R.I.</i>					
Engagements					
Dollars	+ 1.740	+ 3.380	+ 3.350	+ 8.760	26.870
Autres monnaies	+ 250	+ 750	+ 580	+ 2.520	6.670
<i>dont:</i>					
<i>Deutsche marks</i>	+ 100	+ 100	+ 700	+ 1.340	3.010
<i>Francs suisses</i>	+ 110	+ 290	+ 180	+ 890	2.290
<i>Livres sterling</i>	- 40	- 20	+ 90	+ 10	810
<i>Florins néerlandais</i>	+ 80	- 100	+ 30	+ 160	250
<i>Francs français</i>	+ 30	+ 470	- 420	+ 70	230
<i>Lires italiennes</i>	- 30	+ 10	-	+ 50	80
Total	+ 1.990	+ 4.130	+ 3.930	+ 11.280	33.540
Avoirs					
Dollars	+ 2.580	+ 4.480	+ 3.920	+ 10.550	30.430
Autres monnaies	+ 530	+ 280	+ 740	+ 2.400	6.980
<i>dont:</i>					
<i>Deutsche marks</i>	+ 300	+ 30	+ 630	+ 1.870	3.920
<i>Francs suisses</i>	+ 80	+ 160	+ 190	+ 710	1.820
<i>Livres sterling</i>	+ 40	- 180	+ 70	- 270	610
<i>Florins néerlandais</i>	+ 90	- 60	+ 70	+ 50	290
<i>Francs français</i>	+ 40	+ 310	- 210	- 10	240
<i>Lires italiennes</i>	- 20	+ 20	- 10	+ 50	100
Total	+ 3.110	+ 4.760	+ 4.560	+ 12.950	37.410

de \$290 millions au second trimestre, pour se maintenir pratiquement à ce niveau pendant le reste de l'année 1968.

Les banques britanniques sont à l'origine, à elles seules, de près de 65% de l'augmentation des engagements en dollars du groupe des banques européennes concernées et de 55% de l'accroissement de leurs créances en dollars. Cette situation est évidemment la conséquence et le reflet du rôle de plus en plus prépondérant joué par les succursales des banques américaines au Royaume-Uni en tant qu'intermédiaires sur le marché de l'Euro-dollar. Le renforcement accéléré de la position en devises des banques britanniques n'a pratiquement pas eu de lien direct avec l'évolution de la situation économique à l'intérieur du pays et ne l'a pas affectée non plus. Bien que, déduction faite de la couverture du risque de change, le rendement sur l'Euro-marché ait accusé, pendant la plus grande partie de l'année, une prime anormalement élevée par rapport aux investissements de même nature libellés en livres sterling, l'application du contrôle des changes a en fait empêché les banques britanniques de procéder aux arbitrages correspondants.

Les positions extérieures des banques françaises ont accusé des fluctuations très prononcées en 1968. Etant donné le déport important sur le franc au second trimestre, les banques ont réduit à concurrence de \$410 millions leurs engagements en monnaies étrangères; elles ont renforcé par ailleurs leurs avoirs en monnaies étrangères, à concurrence de \$160 millions, pour faire face en partie à des engagements de livraison à terme. En outre, le volume net de leurs engagements en francs français envers l'étranger a marqué un recul de \$380 millions; sous l'effet, pour une part, du rétablissement du contrôle des changes, la situation s'est à peu près normalisée au troisième trimestre. Les banques ont accru de \$430 millions leurs placements en devises à l'étranger et, parallèlement, leurs engagements en monnaies étrangères ont progressé de \$410 millions; quant au volume net de leurs engagements en francs français envers l'étranger, il a marqué un recul de \$170 millions. Par suite du resserrement de la politique des autorités françaises en matière de change et de crédit, les banques françaises sont devenues les principaux emprunteurs, en chiffres nets, sur le marché des Euro-monnaies pendant le dernier trimestre de l'année. Les engagements en monnaies étrangères ont augmenté de \$1.250 millions, tandis que leurs avoirs ne se sont accrus que de \$470 millions.

Malgré la détente qui régnait en Allemagne fédérale sur le marché du crédit en 1968, l'accroissement du volume net des engagements en marks des banques allemandes envers l'étranger (+\$930 millions) n'a été compensé que dans une faible mesure par l'augmentation de leurs avoirs nets en devises (+\$240 millions). Si l'excédent de liquidités internes n'a pas reflué vers d'autres pays, c'est évidemment parce que l'on escomptait une réévaluation du deutsche mark. Cette perspective a exercé des répercussions sur le marché des changes à terme, au point que les conversions en monnaies étrangères ont cessé d'être rentables; les exportations effectuées par les banques sous forme de dollars ont reflété principalement les modifications intervenues dans la politique suivie par la Bundesbank en matière d'octroi de couverture de change à terme, à des taux inférieurs à ceux du marché, pour les placements à court terme en dollars. En fait, lorsque vers la fin mai, la Bundesbank a relevé le coût de la couverture du risque de change à terme à un niveau voisin, voire au-dessus, des taux du marché, les banques allemandes cessèrent totalement leurs opérations de swap avec la Bundesbank; après avoir marqué une augmentation de \$110 millions au premier trimestre, leurs créances en dollars ont fléchi, au second trimestre, de \$390 millions. Sous l'influence de la recrudescence des pressions qui s'exercèrent sur le mark vers la fin d'août, la Bundesbank a recommencé à offrir des taux de swap attrayants, de sorte que, durant le second semestre de 1968, les avoirs en dollars des banques allemandes ont progressé de \$740 millions. Il semble toutefois que l'accroissement du volume des créances en

dollars des banques ait été nettement inférieur au volume de leurs opérations de swap traitées avec la Bundesbank, car les banques ont vendu au comptant une partie considérable des dollars qu'elles s'étaient procurés par ce canal, et elles ont utilisé les engagements de vente à terme contractés dans le cadre desdits swaps comme couverture des achats à terme de dollars à leur clientèle. Dans la mesure où elles procédaient à de telles opérations, il s'ensuivait un simple transfert du marché à terme vers le marché au comptant des pressions qui s'exerçaient sur les changes; c'est pour cette raison que la Bundesbank a limité, à partir du milieu de novembre, les facilités de swap qu'elle consentait aux banques à celles qui se traduiraient par des investissements effectifs en devises à l'étranger.

Par suite de la faiblesse relative de la demande interne de crédit, les banques italiennes ont reporté, de leur clientèle nationale sur les emprunteurs non-résidents, une fraction considérable de leur activité de prêts en Euro-monnaies. Alors que le montant net de leurs créances en devises sur les résidents fléchissait de \$1.920 millions à \$1.340 millions, le volume net de leurs avoirs en monnaies étrangères marquait une forte progression, passant de \$20 millions à \$740 millions, la majeure partie de cet accroissement s'étant produit pendant le deuxième semestre de l'année. Le volume des encours de swap dollar/lire conclus avec l'Office Italien des Changes n'a augmenté que de \$80 millions pour s'établir à \$2.000 millions.

En Suisse, le nouvel élargissement, de très forte ampleur, de la position des banques envers l'étranger en 1968 s'explique par le fléchissement relatif de la demande de crédit à l'intérieur du pays, par l'attrait exercé par les taux offerts sur le marché des Euro-monnaies et par la réexportation de fonds qui étaient entrés en Suisse dans le sillage des différentes crises survenues à l'étranger. Les engagements des banques à court terme se sont accrus de \$1.280 millions pour s'établir à \$6.530 millions, dont \$730 millions d'engagements en francs suisses. Les avoirs ont progressé de \$2.110 millions pour s'établir à \$8.190 millions, les francs suisses entrant pour \$780 millions environ dans ce montant. Ainsi, le volume net des engagements extérieurs des banques suisses en monnaie nationale ne s'est guère modifié, tandis que leurs avoirs nets en devises se sont gonflés de \$780 millions. Cet accroissement s'est produit presque en totalité au premier semestre, et a porté sur la composante dollars; au deuxième semestre, en revanche, des conversions importantes de dollars en deutsche marks ont été opérées.

Répartition géographique. Le tableau de la page suivante donne la répartition géographique des positions extérieures en dollars des banques du groupe des huit pays. On voit d'après ce tableau que, du côté des sources de capitaux, le développement du marché a été assez largement réparti entre ses différents compartiments. Les engagements des banques à l'égard de leur propre zone se sont accrus

de \$4,7 milliards environ, pour atteindre \$14 milliards, contre une progression de \$1,6 milliard à l'égard des Etats-Unis (ce qui porte le total à \$3,9 milliards) et de \$2,4 milliards à l'égard du groupe «Divers» de la zone extérieure aux huit pays (nouveau total: \$8,7 milliards).

En ce qui concerne la zone des huit pays, les accroissements les plus importants ont été ceux des engagements à l'égard de la Suisse (\$1.260 millions), de l'Italie (\$950 millions), du Royaume-Uni (\$910 millions), de la France (\$490 millions) et de la Belgique (\$410 millions). La vive progression des engagements à l'égard de la Suisse, venant après une augmentation de \$290 millions seulement en 1967, est liée dans une certaine mesure aux opérations de fin d'année. En effet, les répercussions de la dévaluation de la livre et de l'agitation sur le marché de l'or avaient amené les banques suisses, à la fin de 1967, à couvrir la majeure partie de leurs besoins de fin d'année, non pas au moyen de swaps dollars contre francs suisses avec la Banque Nationale Suisse, selon la pratique habituelle, mais essentiellement en procédant à des ventes pures et simples de dollars à la Banque Nationale. A la fin de 1968, au contraire, la confiance étant revenue, ces besoins ont été couverts en majorité au moyen de swaps. La Banque Nationale Suisse n'ayant réacheminé vers le marché des Euro-dollars que les dollars acquis au titre de swaps, le montant de ses placements en Euro-dollars (effectués soit directement, soit par l'intermédiaire de la B.R.I.) dépassait d'environ \$650 millions, à la fin de 1968, le montant enregistré un an auparavant. L'expansion de \$910 millions, l'an dernier, des engagements des banques du groupe des huit pays à l'égard du Royaume-Uni, venant après un accroissement de \$40 millions seulement en 1967, peut paraître assez surprenante. Elle est intervenue en totalité pendant le second semestre de 1968, tandis que le premier a été marqué, en réalité, par un fléchissement de \$170 millions. Cette évolution reflète principalement la baisse d'intensité, pendant les six derniers mois de l'année, de la collecte d'Euro-dollars par les banques américaines, et le renforcement de la demande dans certains pays du groupe. L'expansion de \$490 millions des engagements à l'égard de la France est intervenue pour plus de moitié pendant le deuxième trimestre. Bien que la Bundesbank ait intensifié sa politique de swaps, l'apport de nouveaux fonds en provenance d'Allemagne fédérale s'est ralenti, passant de \$550 millions en 1967 à \$310 millions.

Les engagements à l'égard des résidents des Etats-Unis ont augmenté de \$1.570 millions pour se chiffrer au total à \$3.930 millions. Sur ces nouveaux engagements, contractés en majeure partie pendant le premier semestre de 1968, \$1.100 millions environ correspondent à des fonds que des sociétés américaines se sont procurés sur les marchés européens des valeurs à revenu fixe, et il est même

**Positions en dollars des banques des pays d'Europe communiquant
des renseignements, envers des non-résidents.**

Positions envers	1967				1968			
	Mars	Juin	Sept.	Déc.	Mars	Juin	Sept.	Déc.
en millions de dollars E. U.								
Engagements								
Zone extérieure aux huit pays								
Autres pays d'Europe occidentale	1.120	1.230	1.470	1.400	1.570	1.570	1.850	1.900
Europe de l'Est	300	310	400	470	440	430	510	660
Canada	580	730	720	910	1.060	1.040	1.040	1.300
Japon	60	60	60	70	90	100	110	90
Amérique latine	770	850	900	950	1.120	1.210	1.230	1.320
Moyen-Orient	1.090	960	1.060	1.120	1.320	1.500	1.510	1.480
Divers	1.140	1.220	1.320	1.390	1.580	1.720	1.840	1.970
Total	5.060	5.360	5.950	6.300	7.180	7.570	8.090	8.720
Etats-Unis	1.840	1.740	1.860	2.360	2.770	3.620	3.690	3.930
Position globale envers la zone extérieure aux huit pays	6.900	7.100	7.810	8.660	9.950	11.190	11.780	12.650
Zone des huit pays								
Allemagne fédérale	600	650	730	780	1.010	610	830	1.100
Belgique	620	560	690	790	960	1.250	1.200	1.200
France	970	1.060	1.250	1.220	1.340	1.600	1.570	1.710
Italie	1.210	1.150	1.370	1.590	1.480	1.670	1.830	2.540
Pays-Bas	360	380	470	510	570	610	660	720
Royaume-Uni	1.020	1.030	1.040	1.390	1.400	1.210	1.520	2.290
Suède	150	180	260	180	200	270	270	300
Suisse	2.500	2.740	2.850	2.970	3.150	3.770	3.680	4.130
Position globale envers la zone des huit pays	7.430	7.750	8.660	9.320	10.110	10.990	11.560	13.990
Engagements non attribués	90	70	120	130	220	180	400	230
Total général	14.420	14.920	16.610	18.110	20.280	22.360	23.740	26.870
Avoirs								
Zone extérieure aux huit pays								
Autres pays d'Europe occidentale	910	1.060	1.070	1.210	1.330	1.430	1.490	1.520
Europe de l'Est	650	770	800	770	800	820	910	950
Canada	500	630	660	740	800	910	900	910
Japon	790	900	890	1.030	1.230	1.450	1.510	1.690
Amérique latine	480	640	700	760	900	970	990	1.180
Moyen-Orient	200	250	230	310	390	310	410	470
Divers	410	580	520	700	780	890	960	1.040
Total	3.940	4.850	4.870	5.520	6.230	6.780	7.170	7.760
Etats-Unis	4.930	5.040	5.890	6.240	7.500	9.790	10.460	10.740
Position globale envers la zone extérieure aux huit pays	8.870	9.890	10.750	11.760	13.730	16.570	17.630	18.500
Zone des huit pays								
Allemagne fédérale	440	430	340	320	330	340	480	590
Belgique	480	530	540	550	640	700	700	820
France	840	630	790	1.130	1.180	880	1.030	1.600
Italie	910	860	1.020	1.310	1.120	1.070	1.160	1.740
Pays-Bas	520	560	530	590	590	600	640	690
Royaume-Uni	2.310	2.700	3.260	3.230	3.520	4.270	4.450	5.120
Suède	190	240	240	190	160	170	200	220
Suisse	700	740	770	780	1.000	960	1.140	1.130
Position globale envers la zone des huit pays	6.390	6.690	7.490	8.100	8.540	8.990	9.800	11.910
Avoirs non attribués	—	—	—	20	—	—	—	20
Total général	15.260	16.580	18.240	19.880	22.270	25.560	27.430	30.430

possible que les \$470 millions restants représentent, en partie, le produit non dépensé de prêts accordés à des sociétés américaines par des banques européennes et par des succursales de banques américaines. L'accroissement des engagements des banques du groupe à l'égard du Canada a été également très prononcé; il a atteint en effet \$390 millions, dont \$150 millions pendant le premier trimestre de 1968, lors de la crise du dollar canadien sur le marché des changes, et \$260 millions pendant le dernier trimestre. L'offre d'Euro-dollars des pays ne faisant pas partie du groupe des huit pays européens, des Etats-Unis et du Canada a marqué une augmentation de \$2.030 millions, soit plus du double de celle de 1967, qui a été assez largement répartie.

Du côté des utilisations, l'accroissement global des avoirs extérieurs des banques du groupe européen a été de \$10,5 milliards, mais les créances sur leur propre zone ont augmenté de \$3,8 milliards. Le volume des créances sur les Etats-Unis et le Japon a marqué une progression rapide, de \$4,5 milliards et \$700 millions respectivement, pour atteindre un total de \$10,7 milliards dans le premier cas et de \$1,7 milliard dans le second. Les avoirs à l'égard des «autres pays extérieurs au groupe des huit» ont progressé de \$1,6 milliard, soit \$300 millions de plus qu'en 1967. La forte augmentation des créances sur les Etats-Unis, qui a fait suite à un accroissement de \$970 millions en 1967 a, évidemment, reflété au premier chef la vive demande d'Euro-dollars émanant de banques situées aux Etats-Unis; elle s'explique également, dans une certaine mesure, par des emprunts en Euro-dollars contractés par des sociétés américaines autres que des banques.

Sur l'augmentation de \$3.810 millions des créances sur les pays faisant partie du groupe des huit, \$1.890 millions représentent un gonflement des créances à l'égard du Royaume-Uni et reflètent essentiellement le rôle joué par les banques sises en Grande-Bretagne (en particulier les succursales de Londres des banques américaines) en tant qu'intermédiaires sur le marché de l'Euro-dollar. Les créances sur la France se sont contractées de \$300 millions pendant le deuxième trimestre, mais elles ont progressé de \$720 millions pendant le reste de l'année. Les avoirs sur l'Allemagne fédérale, qui avaient fléchi de \$170 millions en 1967, ont augmenté de \$270 millions; toutefois, si l'on inclut les autres avoirs en devises (c'est-à-dire principalement en deutsche marks) des banques sur ce pays, l'accroissement ressort à \$1.260 millions, dont \$1.050 millions au titre du second semestre de 1968.

Dimensions nettes du marché de l'Euro-dollar. Le tableau de la page 197 donne une estimation du volume des crédits accordés par le canal du marché de l'Euro-dollar. Les chiffres concernant les offres sont calculés d'après les engagements en dollars, communiqués par les banques des huit pays européens, à

l'égard des résidents des secteurs bancaire et non bancaire extérieurs à leur zone, et à l'égard des résidents du secteur non bancaire de leur propre zone. En outre, on a essayé de tenir compte, dans ce calcul, des fonds en monnaies nationales ou en monnaies tierces que les banques convertissent elles-mêmes en dollars et qui sont employés à des prêts ou à des dépôts du type Euro-dollar. De même, les chiffres concernant les utilisations sont établis d'après les avoirs en dollars, communiqués par les banques, à l'égard des non-résidents des secteurs bancaire et non bancaire extérieurs à leur zone, et à l'égard des résidents du secteur non bancaire de leur propre zone. Ils comprennent une évaluation du montant des fonds en Euro-dollars convertis par les banques en monnaies nationales ou en monnaies tierces.

Les chiffres relatifs aux dimensions nettes du marché diffèrent de ceux du tableau de la page 193 en ce sens qu'ils ne comprennent pas les dépôts de banque à banque effectués à l'intérieur de la zone des huit pays communiquant des renseignements, et qu'ils comprennent les avoirs et les engagements des banques de la zone des huit pays à l'égard des résidents de leur propre pays; sont de même inclus les fonds obtenus par les banques du fait de conversion d'autres monnaies en dollars et ceux qu'elles utilisent après conversion de dollars en d'autres monnaies. La raison pour laquelle on ne considère que les sources initiales et les utilisations finales de dollars, sans tenir compte de l'aspect interbancaire du marché, est que le processus de dépôts successifs de banque à banque, s'il conduit peut-être à l'efficacité finale des emplois, n'accroît pas directement le volume de crédits disponibles. Il faut évidemment faire figurer les avoirs et les engagements des banques du groupe des huit à l'égard des établissements de crédit situés à l'extérieur de la zone, faute de quoi ces flux n'apparaîtraient pas du tout dans les chiffres. A cet effet, il convient de considérer les banques sises à l'extérieur de la zone comme des fournisseurs initiaux ou des utilisateurs en dernier ressort. Dans la mesure où les dépôts reçus des banques situées hors de la zone représentent des fonds obtenus de banques de la zone et redéposés auprès de ces dernières, les chiffres mesurant les dimensions nettes du marché peuvent ainsi inclure des sommes comptées deux fois. Un cas analogue de duplication se produit si le secteur non bancaire emprunte des Euro-dollars aux banques qui communiquent des renseignements et, en attendant de trouver un emploi définitif à ces fonds, les dépose à nouveau auprès de ces établissements. Il se peut, en revanche, que les chiffres aient tendance à donner une évaluation trop faible des dimensions totales du marché de l'Euro-dollar, car ils ne comprennent que les mouvements de crédit transitant du premier prêteur des fonds à l'utilisateur final, par l'une des banques des huit pays d'Europe qui communiquent des renseignements.

Les résidents de ces huit pays sont groupés sous l'intitulé «Zone des huit pays» et tout le reste sous l'intitulé «Zone extérieure aux huit pays». Les Etats-Unis et le Canada ont été groupés en raison de l'étroitesse de leurs liens monétaires et du fait que les courants de fonds entre l'Europe et les Etats-Unis empruntent parfois le canal des banques canadiennes. Le Japon et l'Europe de l'Est font l'objet de rubriques distinctes, à cause du rôle joué par ces pays en tant qu'utilisateurs nets d'Euro-dollars.

Sauf pour les Etats-Unis, les chiffres concernant la zone extérieure aux huit pays sont à peu près les mêmes que ceux du tableau de la page 193. Pour les positions à l'égard des Etats-Unis, la question se complique du fait que les banques des huit pays avaient déjà, avant que le marché des Euro-monnaies ne se développe, des positions en dollars importantes, notamment sous forme de fonds de roulement, de soldes de compensation, de prêts et de crédits; l'inclusion de ces sommes dans le total aurait donné une impression quelque peu exagérée de l'importance du marché de l'Euro-dollar. Après examen des positions des banques de chacun des huit pays, on en conclut qu'à la fin de 1964, la moitié environ des engagements en dollars envers les Etats-Unis et les deux tiers des avoirs en dollars sur ce pays devaient être incorporés dans les estimations du volume net du marché. Depuis lors, les dimensions et les ramifications du marché se sont accrues, et il est devenu encore plus difficile de distinguer entre la position des banques en Euro-dollars et leurs positions à l'égard des Etats-Unis à d'autres titres. On a donc supposé que l'expansion rapide intervenue depuis fin 1964 dans les positions en dollars à l'égard des Etats-Unis correspondait à la croissance de l'Euro-marché. En ce qui concerne la position, envers les résidents de la «Zone des huit pays», des banques des pays communiquant des renseignements, les améliorations apportées aux statistiques disponibles permettent actuellement de calculer les positions à l'égard du secteur non bancaire, bien que ces statistiques présentent encore de sérieuses lacunes et doivent être complétées par voie d'estimations.

Du côté des utilisations, le poste «Secteur bancaire» fournit une estimation du montant des fonds que les banques ont convertis en dollars à partir de la monnaie nationale ou de monnaies tierces, de leur propre initiative, ou dans le cadre d'accords spéciaux de swaps conclus avec les autorités monétaires officielles, et utilisés pour des prêts du type Euro-dollar. Ces fonds proviennent, en définitive, également du secteur non bancaire, mais ils trouvent leur origine dans l'ensemble des ressources des banques sans pouvoir être identifiés à aucun engagement particulier. Les fonds retransférés par les autorités monétaires vers le marché de l'Euro-dollar sont également inclus dans les sources de caractère bancaire. De même, une banque est considérée comme un utilisateur final d'Euro-dollars dans la mesure où elle convertit des dollars dans la monnaie nationale

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

Postes	1964	1965	1966	1967	1968
	Chiffres de fin d'année, en milliards de dollars E.U.				
Sources					
Zone extérieure aux huit pays					
Etats-Unis et Canada	1,5	1,3	1,7	2,6	4,5
Japon	—	—	—	—	0,1
Europe de l'Est	0,3	0,3	0,4	0,5	0,6
Autres pays	2,8	3,3	4,0	4,8	6,6
Total	4,6	4,9	6,1	7,9	11,8
Zone des huit pays					
Secteur non bancaire	1,8	2,2	2,8	3,9	5,2
Secteur bancaire	2,6	4,4	5,6	5,7	8,0
Total	4,4	6,6	8,4	9,6	13,2
Total général	9,0	11,5	14,5	17,5	25,0
Utilisations					
Zone extérieure aux huit pays					
Etats-Unis et Canada	2,2	2,7	5,0	5,8	10,2
Japon	0,4	0,5	0,6	1,0	1,7
Europe de l'Est	0,5	0,5	0,7	0,8	0,9
Autres pays	0,9	1,5	1,9	3,0	4,2
Total	4,0	5,2	8,2	10,6	17,0
Zone des huit pays					
Secteur non bancaire	2,3	3,3	3,7	4,1	4,7
Secteur bancaire	2,7	3,0	2,6	2,8	3,3
Total	5,0	6,3	6,3	6,9	8,0
Total général	9,0	11,5	14,5	17,5	25,0
Position nette*					
Zone extérieure aux huit pays					
Etats-Unis et Canada	+ 0,7	+ 1,4	+ 3,3	+ 3,2	+ 5,7
Japon	+ 0,4	+ 0,5	+ 0,6	+ 1,0	+ 1,6
Europe de l'Est	+ 0,2	+ 0,2	+ 0,3	+ 0,3	+ 0,3
Autres pays	- 1,9	- 1,8	- 2,1	- 1,6	- 2,4
Total	- 0,6	+ 0,3	+ 2,1	+ 2,7	+ 5,2
Zone des huit pays					
Secteur non bancaire	+ 0,5	+ 1,1	+ 0,9	+ 0,2	- 0,5
Secteur bancaire	+ 0,1	- 1,4	- 0,3	- 2,9	- 4,7
Total	+ 0,6	- 0,3	- 2,1	- 2,7	- 5,2

* Un signe + indique que la zone ou la catégorie de pays en question est utilisatrice nette d'Euro-dollars; un signe - indique un fournisseur net.

ou en monnaies tierces. Une importante exception a toutefois été faite. Les dollars convertis par les banques italiennes en monnaies tierces pour être reprêtés à des résidents ont été compris dans les utilisations non bancaires. Dans ce cas, en effet, le montant des dollars ainsi utilisés peut être évalué avec assez d'exactitude.

On voit d'après le tableau qu'entre 1964 et 1968, la structure de la demande et de l'offre sur le marché ont subi de très profondes modifications. A la fin de

1964, la zone des huit pays d'Europe qui communiquent des renseignements, ainsi que l'Amérique du Nord, le Japon et l'Europe de l'Est étaient tous utilisateurs nets d'Euro-dollars, alors que les «autres pays de la zone extérieure», c'est-à-dire surtout les pays du Moyen-Orient, ceux de l'Amérique latine et les «autres pays d'Europe occidentale» étaient les seuls fournisseurs nets. Depuis lors, l'importance relative des «autres pays de la zone extérieure» en tant que fournisseurs nets d'Euro-dollars a diminué; c'est la zone des huit pays qui est devenue le principal fournisseur, tandis que l'Amérique du Nord s'est révélée de plus en plus une utilisatrice nette d'Euro-dollars. Entre le 31 décembre 1964 et le 31 décembre 1968, on a enregistré des sorties nettes d'un montant de \$5,8 milliards environ en provenance de la zone des huit pays, et de \$500 millions en provenance des «autres pays extérieurs à la zone», dont \$5 milliards à destination de l'Amérique du Nord (principalement des Etats-Unis) et \$1,2 milliard environ à destination du Japon. L'année 1968 compte à elle seule pour 45% environ (soit \$2,5 milliards) du total des sorties d'Euro-dollars de la zone des huit pays, et pour plus de la totalité des sorties nettes enregistrées par les «autres pays extérieurs à la zone» au titre de la période considérée; à concurrence de \$2,5 milliards, les capitaux se sont dirigés vers l'Amérique du Nord, et pour \$600 millions vers le Japon.

Entre 1964 et 1968, le total des encours sur le marché de l'Euro-dollar s'est accru de \$16 milliards environ, pour atteindre \$25 milliards approximativement. Du côté des sources, la cause principale de cette expansion rapide a été l'accroissement de l'offre des banques de la zone des huit pays, qui semble être passée d'un peu plus de \$2,5 milliards à \$8 milliards environ. La forte augmentation de ce poste en 1965 a été imputable en grande partie à la politique de la Banque d'Italie, qui a offert de fournir aux banques italiennes une couverture à terme au pair, leur permettant d'acquérir, dans le cadre d'opérations de swap, d'importants montants en dollars contre de la monnaie nationale. La progression constatée en 1966, bien que pouvant être encore, en partie, mise sur le compte de l'évolution survenue en Italie, a été beaucoup plus largement répartie. Elle s'explique, en premier lieu, par la forte montée des taux de l'Euro-dollar, consécutive au durcissement des conditions d'octroi du crédit aux Etats-Unis, qui a rendu la conversion en dollars avantageuse pour de nombreuses monnaies. En 1967, l'offre de nouveaux fonds provenant des banques des huit pays s'est tarie presque complètement, par suite, non seulement du fléchissement temporaire du taux de l'Euro-dollar faisant suite à l'assouplissement des conditions d'octroi du crédit aux Etats-Unis, et du renforcement de la demande interne de crédit en France et en Italie, mais également, semble-t-il, en raison d'une certaine crise de confiance, liée à la dévaluation de la livre sterling en novembre et à l'agitation qui a régné

sur le marché de l'or. En 1968, un regain de confiance dans le dollar et ses répercussions sur les marchés à terme ont permis aux banques de profiter largement des taux élevés de l'Euro-dollar, qui traduisaient le retour à une politique de restriction du crédit aux Etats-Unis. En outre, la politique de swaps de la Deutsche Bundesbank a fortement encouragé la conversion de deutsche marks en dollars et, à la fin de l'année, à la différence de ce qui s'était passé à la fin de 1967, la Banque Nationale Suisse a réacheminé d'importantes sommes vers le marché de l'Euro-dollar. Pour toutes ces raisons, les fonds fournis par les banques de la zone des huit pays ont augmenté, selon les estimations, de \$2,3 milliards environ en 1968. Les ressources offertes par le secteur non bancaire sont passées de \$1,8 milliard à \$5,2 milliards entre 1964 et 1968; cet accroissement tient en partie au fait que le marché de l'Euro-dollar sert de débouché pour les liquidités des sociétés américaines en Europe; en outre, il peut s'expliquer également, en 1968, par un mouvement de conversion en dollars de disponibilités précédemment conservées en francs français.

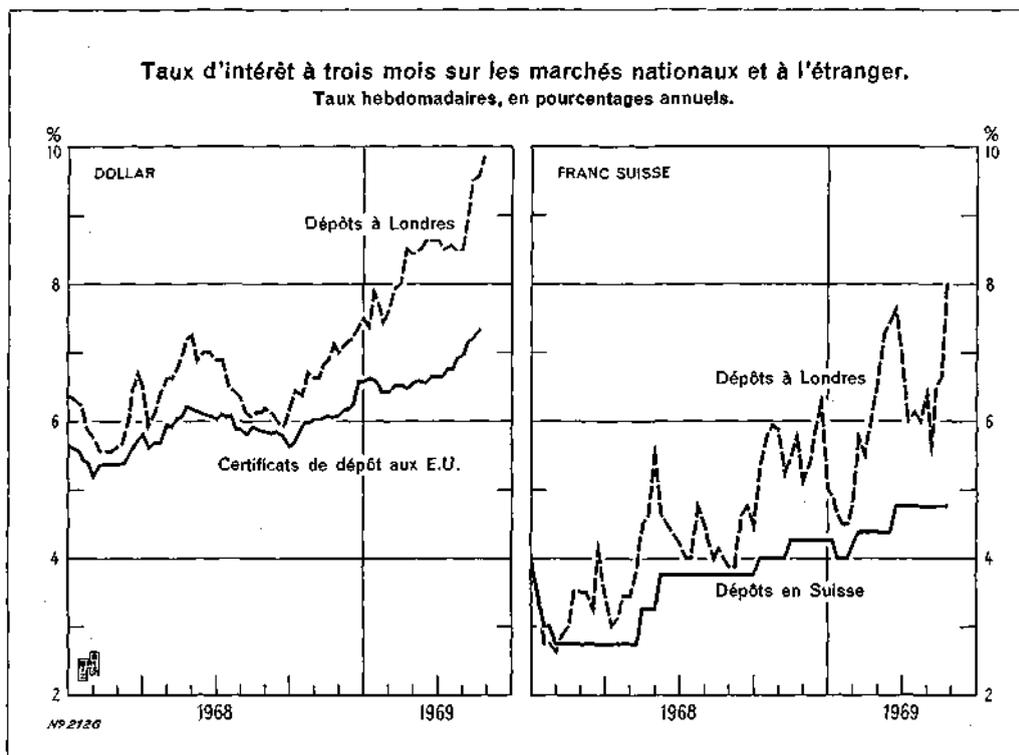
Malgré le programme de restrictions adopté par les Etats-Unis pour redresser leur balance des paiements, les ressources fournies par l'Amérique du Nord ont également enregistré une expansion très sensible. Après un fléchissement de \$200 millions en 1965, première année de ce programme, ils ont progressé de \$3,2 milliards entre 1966 et 1968 pour atteindre \$4,5 milliards. A concurrence de \$2,5 milliards environ, ces nouveaux capitaux provenaient des Etats-Unis et représentaient, en majeure partie, des dépôts, par des sociétés américaines, de fonds qu'elles s'étaient procurés sur les marchés financiers européens. L'augmentation de \$4,2 milliards des ressources émanant des pays de la «zone extérieure» autres que l'Amérique du Nord s'est répartie assez également entre les années considérées, ainsi qu'entre les diverses zones géographiques.

En ce qui concerne les utilisations, l'Amérique du Nord (principalement les Etats-Unis) a absorbé à elle seule quelque \$8 milliards, soit approximativement la moitié des nouveaux capitaux apportés au marché depuis 1964. L'accroissement a été particulièrement prononcé en 1966 et en 1968 (environ \$2,3 milliards et \$4,4 milliards respectivement), et a été surtout imputable aux emprunts effectués par les banques des Etats-Unis pendant les périodes de resserrement du crédit dans ce pays. De plus, en 1968, les emprunts directement contractés sur le marché de l'Euro-dollar par des sociétés américaines autres que des banques semblent avoir revêtu une importance considérable. Les crédits accordés aux pays extérieurs à la zone et aux pays autres que ceux d'Amérique du Nord ont fait un bond énorme, passant de \$1,8 milliard en 1964 à \$6,8 milliards en 1968. L'accroissement a été particulièrement marqué à l'égard du Japon et de l'Amérique latine.

Les fonds utilisés par les banques à l'intérieur de la zone des huit pays communiquant des renseignements forment le seul poste qui semble avoir relativement peu progressé. Dans une certaine mesure, cela tient au fait que les banques du Royaume-Uni ont réduit leurs conversions en livres sterling; la principale raison, toutefois, a été, à partir de 1965, la hausse des taux d'intérêt aux Etats-Unis par rapport à ceux des pays du continent européen. L'augmentation de \$500 millions constatée en 1968 a été due, en partie, à une désaffection des banques pour le dollar au profit du deutsche mark et, en partie, aux emprunts en Euro-dollars effectués par les banques françaises pendant le dernier trimestre aux fins de conversion en francs français. Les emprunts du secteur non bancaire ont progressé d'environ \$2,3 milliards en 1964 à \$4,7 milliards en 1968. L'augmentation de \$600 millions notée en 1968 s'est produite malgré une réduction sensible des emprunts en devises des résidents italiens, et a peut-être reflété en partie la demande d'Euro-dollars par des sociétés américaines en Europe.

Evolution des taux d'intérêt. Durant les deux premiers mois de 1968, le reflux important de fonds en provenance de Suisse, d'Allemagne fédérale et de France a provoqué, comme à l'accoutumée en cette période de l'année, une détente sur le marché des Euro-monnaies. Toutefois, au début du mois de mars, la recrudescence de l'agitation sur le marché de l'or a conduit à des retraits considérables de fonds du marché de l'Euro-dollar. En dépit du soutien à terme accordé au dollar par la Deutsche Bundesbank, la Banque Nationale Suisse et la Nederlandsche Bank, le taux des dépôts à trois mois sur le marché de l'Euro-dollar à Londres toucha 7% le 18 mars. Une détente s'amorça sur le marché après le déblocage du cours de l'or; mais, avant que les taux d'intérêt aient eu le temps de retrouver sur les différentes places leur niveau du milieu de février, la demande accrue de dollars de la part des banques américaines engendra une vive poussée de hausse des taux, qui s'établirent à 7¼% à la fin mai. Les emprunts japonais contribuèrent également à accentuer cette forte poussée de hausse, intervenue en dépit d'une remarquable élasticité de l'offre, car les banques d'Europe continentale procédaient à des conversions de grande envergure de monnaies nationales et réduisaient l'utilisation des dollars destinés aux besoins intérieurs. De plus, la montée des taux sur le marché de l'Euro-dollar provoqua un afflux de fonds en provenance d'autres zones.

En juin, l'évolution des taux d'intérêt a commencé à se modifier une fois de plus. Les troubles sociaux en France donnèrent lieu à d'abondantes conversions de francs français en dollars. D'autre part, pour éviter l'apparition de tensions au moment des règlements de fin de semestre, la B.R.I. développa ses



placements sur le marché et la Banque Nationale Suisse entreprit d'y réacheminer un volume considérable de dollars qui lui avaient été cédés par les banques commerciales dans le cadre de swaps. En dépit de la persistance des appels à l'emprunt des banques américaines et des retraits de grande envergure opérés par les banques allemandes sur le marché à la suite des dispositions plus restrictives adoptées par la Bundesbank en matière de swaps, le taux à trois mois, au lieu de se tendre comme à l'accoutumée en cette période de l'année, s'est lentement replié à 6 $\frac{7}{8}$ % à la fin juin.

Au troisième trimestre, l'adoption du projet de relèvement des impôts par le Congrès américain et l'annonce de nouveaux arrangements portant octroi d'une aide à la livre, ont provoqué un fléchissement du déport du dollar par rapport à la plupart des monnaies d'Europe continentale. De ce fait, de nouveaux fonds d'origine européenne sont venus alimenter le marché. Le taux à trois mois s'est détendu à 6% début août et s'est maintenu autour de ce niveau jusqu'au milieu de septembre. D'autre part, l'approvisionnement du marché par des pays non européens s'est ralenti, et a même accusé un léger recul, comme dans le cas des pays du Moyen-Orient. Si les banques américaines continuaient à collecter des ressources sur le marché, c'était désormais principalement par suite de la baisse des taux de l'Euro-dollar. La prime enregistrée sur l'Euro-dollar à trois mois

par rapport aux certificats de dépôt libellés en dollars, à New York, qui s'était élargie à près de 1% durant la seconde quinzaine de mai, retombait à ¼% environ au cours de juillet pour se maintenir aux alentours de ce niveau jusqu'à la deuxième moitié de septembre; en d'autres termes, les Euro-dollars étaient moins chers pour les banques américaines que les ressources en monnaie nationale. Vers la fin du mois d'août, puis en septembre, les dollars étaient fortement recherchés en vue d'opérations de conversion en deutsche marks cependant qu'en juillet, et en septembre, par suite des nouvelles dispositions prises par la Bundesbank en matière de swaps, les banques allemandes procédaient à des exportations nettes de capitaux vers le marché de l'Euro-dollar.

Une nouvelle hausse des taux des Euro-dollars à trois mois s'amorçait vers la fin du mois de septembre, en liaison avec la préparation des bilans de fin d'année. Le gonflement accentué des demandes adressées au marché de l'Euro-dollar par les banques françaises, et l'utilisation d'Euro-dollars pour des conversions en deutsche marks ont fait que la tendance ascendante des taux s'est maintenue pendant la majeure partie des mois d'octobre et de novembre. Il est possible que la recrudescence des tensions qui s'exerçaient sur les taux d'intérêt aux Etats-Unis ait également contribué, dans une certaine mesure, à intensifier le mouvement de hausse des taux sur l'Euro-marché; toutefois, les banques américaines n'ont pas augmenté leurs engagements en Euro-dollars au-delà du niveau maximum atteint dans la seconde quinzaine de septembre.

Après avoir touché 7 $\frac{1}{8}$ % au plus fort des troubles monétaires, le taux des Euro-dollars à trois mois s'est situé début décembre à 7%, soit à un niveau qui n'a rien d'exagéré à pareille époque de l'année. Cependant, alors qu'au cours des années précédentes, les taux déclinaient généralement pendant le reste du mois, cette fois, ils ont continué de monter en dépit de l'entrée en jeu de plusieurs facteurs favorables: réacheminement sur le marché, par la Banque Nationale Suisse de \$746 millions de fonds provenant d'opérations spéciales de fin d'année, reflux important de capitaux en provenance d'Allemagne fédérale et utilisation, par la B.R.I., de sa ligne de swap avec la Federal Reserve. La persistance des tensions sur le marché s'explique, pour une bonne part, par le renforcement des dispositions de contrôle des changes appliquées par les autorités françaises. C'est toutefois le resserrement de la politique monétaire aux Etats-Unis qui a joué le rôle décisif. Les banques américaines constituaient ainsi de nouveau le groupe d'emprunteurs le plus important. Ce phénomène ne s'était encore pas clairement manifesté au cours des deux semaines ayant suivi le relèvement du taux d'escompte aux Etats-Unis, mais, en janvier, les engagements des banques américaines envers leurs succursales à l'étranger augmentaient de \$2,6 milliards puis, à nouveau au cours des deux mois suivants, d'un montant additionnel de \$1 milliard.

Dans un premier temps, les demandes de fonds des banques américaines ont pu être satisfaites grâce à l'élasticité de l'offre. Après avoir atteint 8% début janvier, le taux des dépôts en dollars à trois mois a fléchi à 7½% environ au cours de la seconde quinzaine du mois. Par la suite, les apports de ressources nouvelles se sont fait plus rares. En février et en mars, les banques allemandes ont procédé à d'importants retraits de fonds sur le marché, tandis que les banques françaises s'employaient également à rapatrier des montants substantiels. Début février, la Banque d'Italie a commencé à relever le coût de la couverture à terme concernant les swaps dollar/lire et, le 22 mars, les banques italiennes furent invitées à réduire progressivement le volume net de leurs avoirs extérieurs, qui s'élevaient alors à \$800 millions. Le 3 avril, les autorités monétaires de Belgique décidaient de plafonner les positions en devises des banques belges. De son côté, la Banque Nationale Suisse cherchait à décourager la réexportation des ressources que les banques helvétiques avaient rapatriées en mars pour couvrir leurs besoins de fin de trimestre. Le taux des dépôts à trois mois se tendait à plus de 8% pendant la seconde quinzaine de février et se maintenait au voisinage du niveau record de 8½% tout au long des mois de mars et d'avril. En même temps, la prime des Euro-dollars par rapport aux taux pratiqués sur le marché secondaire des certificats de dépôt à New York atteignait le record de 2%. Début mai, la demande d'Euro-dollars destinés à des conversions en deutsche marks a constitué un facteur prépondérant dans la recrudescence des tensions sur les taux, et ces derniers ont atteint 10½% à la fin du mois.

**Engagements et avoirs à court terme, envers des non-résidents,
des banques communiquant des renseignements, par pays¹.**

Pays	En fin de mois	Engagements		Avoirs		Position nette		Total
		Monnaie nationale	Monnaies étrangères	Monnaie nationale	Monnaies étrangères	Monnaie nationale	Monnaies étrangères	
en millions de dollars E.U.								
Allemagne fédérale	1967 décembre	1.830	350	1.230	1.170	— 600	920	220
	1968 mars	1.900	350	1.500	1.330	— 300	990	690
	juin	1.930	400	1.640	960	— 290	560	270
	septembre	2.410	510	1.700	1.300	— 710	790	80
Belgique-Luxembourg . .	1967 décembre	3.030	580	1.500	1.640	— 1.530	1.060	— 470
	1967 décembre	490	1.950	190	1.480	— 300	— 470	— 770
	1968 mars	530	2.110	240	1.610	— 290	— 500	— 790
	juin	620	2.420	270	1.980	— 350	— 440	— 790
France	1967 décembre	610	2.520	310	2.080	— 300	— 440	— 740
	1967 décembre	600	2.670	330	2.320	— 270	— 350	— 620
	1967 décembre	1.070	2.590 ²	290	2.850 ²	— 780	260	— 520
	1968 mars	1.170	3.390	360	3.600	— 810	210	— 600
Italie	juin	990	2.980	560	3.760	— 430	780	350
	septembre	810	3.390	550	4.190	— 260	800	540
	décembre	700	4.640	390	4.660	— 310	20	— 290
	1967 décembre	550	2.920	200	2.940	— 350	20	— 330
Pays-Bas	1968 mars	510	2.980	200	2.950	— 310	— 30	— 340
	juin	550	3.080	240	3.160	— 310	80	— 230
	septembre	540	3.160	270	3.620	— 270	460	190
	décembre	600	3.730	300	4.470	— 300	740	440
Royaume-Uni	1967 décembre	520	1.120	290	1.200	— 230	80	— 150
	1968 mars	490	1.270	310	1.310	— 180	40	— 140
	juin	600	1.350	350	1.460	— 250	110	— 140
	septembre	560	1.370	380	1.460	— 180	90	— 90
Suède	1967 décembre	620	1.460	430	1.560	— 190	100	— 80
	1967 décembre	4.810	10.520	3.300	10.500	— 1.510	— 20	— 1.530
	1968 mars	4.790	12.150	3.530	12.100	— 1.260	— 50	— 1.310
	juin	4.750	14.660	3.900	14.570	— 850	— 90	— 940
Suisse ³	septembre	4.760	15.690	3.850	15.530	— 930	— 160	— 1.090
	décembre	4.840	17.130	4.050	17.060	— 790	— 70	— 860
	1967 décembre	190	270	100	630	— 90	360	270
	1968 mars	190	260	70	580	— 120	320	200
Canada	juin	200	300	70	600	— 130	300	170
	septembre	190	310	60	650	— 130	340	210
	décembre	230	300	90	700	— 140	400	260
	1967 décembre	2.450	2.800	1.800	4.280	— 650	1.480	830
Japon	1968 mars	2.750	2.970	2.200	4.660	— 550	1.690	1.140
	juin	3.100	3.050	2.460	5.170	— 840	2.120	1.480
	septembre	3.050	3.390	2.660	5.400	— 390	2.010	1.620
	décembre	3.180	3.350	2.580	5.610	— 600	2.260	1.660
Total	1967 décembre	11.910	22.520	7.400	25.050	— 4.510	2.530	— 1.990
	1968 mars	12.230	25.480	8.410	28.140	— 3.820	2.660	— 1.160
	juin	12.740	28.240	9.490	31.660	— 3.250	3.420	170
	septembre	12.950	30.340	9.780	34.230	— 3.170	3.890	720
Canada	décembre	13.800	33.860	9.670	38.020	— 4.130	4.160	30
	1967 décembre	540	2.370	60	3.500	— 480	1.130	650
	1968 mars	500	2.320	60	3.420	— 440	1.100	660
	juin	520	2.450	70	3.660	— 450	1.210	760
Japon	septembre	550	2.580	80	3.970	— 470	1.390	920
	décembre	610	2.750	80	4.240	— 530	1.490	960
	1967 décembre	370	3.740	—	3.700	— 370	— 40	— 410
	1968 mars	400	3.880	—	3.670	— 400	— 210	— 610
Total	juin	360	3.920	—	3.890	— 360	— 30	— 390
	septembre	370	3.900	—	4.070	— 370	170	— 200
	décembre	370	4.210	—	4.450	— 370	240	— 130

¹ Les chiffres de ce tableau, ayant été calculés en partie à l'aide de séries différentes de celles qui sont utilisées dans le reste du présent chapitre, ne sont pas strictement comparables avec ces dernières. ² Position envers des banques seulement. ³ Y compris les avoirs et les engagements de la B.R.I. en Euro-monnaies.

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

Pays	En fin de mois	Dollars E. U.			Autres monnaies ¹		
		Engagements	Avoirs	Position nette	Engagements	Avoirs	Position nette
en millions de dollars E.U.							
Allemagne fédérale	1967 décembre	280	1.030	750	60	120	60
	1968 mars	280	1.140	860	60	160	100
	juin	330	750	420	60	180	120
	septembre	420	1.160	740	80	120	40
Belgique-Luxembourg	décembre	510	1.490	980	60	120	60
	1967 décembre	890	970	80	1.050	470	— 580
	1968 mars	990	1.020	30	1.110	560	— 550
	juin	1.120	1.320	200	1.280	620	— 660
France	septembre	1.180	1.370	190	1.310	660	— 650
	décembre	1.310	1.460	160	1.330	810	— 520
	1967 décembre	1.700 ²	1.890 ²	190	890 ²	970 ²	60
	1968 mars	2.150	2.390	240	1.240	1.210	— 30
Italie	juin	1.890	2.690	800	1.090	1.070	— 20
	septembre	2.040	2.980	940	1.350	1.210	— 140
	décembre	3.040	3.430	390	1.600	1.230	— 370
	1967 décembre	2.140	2.260	120	780	680	— 100
Pays-Bas	1968 mars	2.010	2.140	130	960	810	— 150
	juin	1.920	2.250	330	1.160	800	— 260
	septembre	2.050	2.540	490	1.100	1.060	— 40
	décembre	2.630	3.200	570	1.090	1.250	160
Royaume-Uni	1967 décembre	810	650	— 160	300	480	180
	1968 mars	910	780	— 130	360	480	120
	juin	870	820	— 50	450	560	110
	septembre	880	880	—	500	570	70
Suède	décembre	970	990	20	500	560	60
	1967 décembre	9.690	9.210	— 480	670	990	320
	1968 mars	11.100	10.580	— 520	940	1.240	300
	juin	13.420	12.960	— 460	1.090	1.370	280
Suisse ³	septembre	14.130	13.710	— 420	1.370	1.540	170
	décembre	15.380	14.980	— 400	1.590	1.800	210
	1967 décembre	170	350	180	90	260	170
	1968 mars	160	370	210	90	190	100
Canada	juin	180	430	250	120	170	50
	septembre	200	420	220	110	210	100
	décembre	210	490	280	90	190	100
	1967 décembre	2.430	3.520	1.090	310	610	300
Japon	1968 mars	2.580	3.850	1.170	350	760	410
	juin	2.630	4.340	1.710	340	670	330
	septembre	2.840	4.370	1.530	400	850	450
	décembre	2.620	4.390	1.370	410	1.020	610
Total	1967 décembre	18.110	19.880	1.770	4.150	4.580	430
	1968 mars	20.280	22.270	1.990	5.110	5.410	300
	juin	22.360	25.560	3.200	5.590	5.540	— 50
	septembre	23.740	27.430	3.690	6.220	6.220	—
Canada	décembre	26.870	30.430	3.560	6.670	6.980	310
	1967 décembre	2.370	3.440	1.070	10 ⁴	70 ⁴	60
	1968 mars	2.320	3.350	1.030	10 ⁴	70 ⁴	60
	juin	2.430	3.580	1.150	20 ⁴	80 ⁴	60
Japon	septembre	2.550	3.880	1.330	30 ⁴	90 ⁴	60
	décembre	2.700	4.130	1.430	50 ⁴	110 ⁴	60
	1967 décembre	3.490	3.340	— 150	250	340	90
	1968 mars	3.640	3.350	— 290	250	300	50
Total	juin	3.660	3.580	— 80	270	290	20
	septembre	3.600	3.740	140	320	300	— 20
	décembre	3.930	4.090	160	300	350	50

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

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

Pays	En fin de mois	Dollars E.U.			Autres monnaies ¹		
		Engagements	Avoirs	Position nette	Engagements	Avoirs	Position nette
en millions de dollars E.U.							
Allemagne fédérale	1967 décembre	240	680	440	20	10	— 10
	1968 mars	230	950	720	20	—	— 20
	juin	280	520	240	20	10	— 10
	septembre	370	860	490	30	10	— 20
	décembre	450	960	510	20	—	— 20
Belgique-Luxembourg	1967 décembre	730	700	— 30	720	160	— 560
	1968 mars	790	740	— 50	700	230	— 470
	juin	870	1.010	140	870	250	— 620
	septembre	950	1.020	70	880	270	— 610
	décembre	1.060	1.080	—	860	350	— 510
France	1967 décembre	1.480 ²	1.360 ²	— 120	580 ²	600 ²	20
	1968 mars	1.910	1.760	— 150	730	870	140
	juin	1.640	1.900	260	710	690	— 20
	septembre	1.680	1.930	250	880	700	— 180
	décembre	2.600	2.320	— 280	1.140	710	— 430
Italie	1967 décembre	1.990	2.010	20	450	420	— 30
	1968 mars	1.880	1.930	50	490	550	60
	juin	1.740	1.990	250	640	620	— 20
	septembre	1.880	2.270	390	660	740	80
	décembre	2.480	2.910	430	620	870	250
Pays-Bas	1967 décembre	740	520	— 220	170	270	100
	1968 mars	780	640	— 140	240	310	70
	juin	750	650	— 100	300	400	100
	septembre	750	690	— 60	350	370	20
	décembre	860	840	— 20	320	310	— 10
Royaume-Uni	1967 décembre	8.180	5.120	— 3.060	.	.	.
	1968 mars	9.140	5.420	— 3.720	.	.	.
	juin	10.750	5.830	— 4.920	.	.	.
	septembre	11.340	6.380	— 4.960	.	.	.
	décembre	12.580	7.720	— 4.860	.	.	.
Suède	1967 décembre	150	250	100	50	80	30
	1968 mars	140	250	110	40	60	20
	juin	160	320	160	50	70	20
	septembre	180	310	130	60	100	40
	décembre	190	330	140	60	70	10
Suisse ³	1967 décembre	2.120	2.990	870	190	240	50
	1968 mars	2.430	3.090	660	180	330	150
	juin	2.360	3.550	1.190	200	280	60
	septembre	2.500	3.520	1.020	240	390	150
	décembre	2.500	3.540	1.040	260	480	220
Total	1967 décembre	15.630	13.630	— 2.000	.	.	.
	1968 mars	17.300	14.780	— 2.520	.	.	.
	juin	18.550	15.770	— 2.780	.	.	.
	septembre	19.650	16.960	— 2.690	.	.	.
	décembre	22.720	19.680	— 3.040	.	.	.
Canada	1967 décembre	1.590	1.250	— 340	—	40 ⁴	40
	1968 mars	1.630	1.360	— 270	—	40 ⁴	40
	juin	1.710	1.370	— 340	10 ⁴	50 ⁴	40
	septembre	1.960	1.470	— 490	20 ⁴	50 ⁴	30
	décembre	2.190	1.800	— 390	30 ⁴	80 ⁴	50
Japon	1967 décembre	990	830	— 160	60	190	130
	1968 mars	1.150	850	— 300	60	150	90
	juin	1.240	970	— 270	40	130	90
	septembre	1.340	1.060	— 280	40	150	110
	décembre	1.450	1.240	— 210	30	170	140

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

VI. ACCORD MONÉTAIRE EUROPÉEN.

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

Prorogation de l'Accord.

En 1965, l'Accord a été prorogé pour une nouvelle période de trois ans se terminant le 31 décembre 1968. Conformément au mandat qui lui a été conféré à cette occasion, le Comité Directeur a procédé, l'an dernier, à un examen général du fonctionnement de l'Accord afin de soumettre au Conseil des propositions sur les conditions dans lesquelles l'Accord pourrait rester en vigueur au-delà de 1968. A la suite de cet examen, le Comité a proposé de proroger l'Accord, sans changement, pour une nouvelle période de trois ans se terminant le 31 décembre 1971, et d'apporter quelques amendements de détail, de caractère technique, aux Directives d'application dudit Accord. Bien que l'Accord fasse l'objet d'une révision constante, il sera procédé, avant la fin de septembre 1971, à un nouvel examen général afin de décider de sa prorogation au-delà du 31 décembre de cette même année.

Opérations effectuées au titre de l'Accord.

Fonds Européen. A la fin de mars 1968, les crédits en cours atteignaient un total de \$125 millions*, chiffre le plus élevé depuis l'entrée en vigueur de l'Accord.

* 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.

Sur ce total, \$95 millions représentaient les sixième et septième crédits accordés à la Turquie, et les \$30 millions restants, un crédit accordé à la Grèce.

Par suite d'une baisse inattendue des recettes en devises de la Turquie, les autorités de ce pays ont sollicité, en juin 1968, un crédit à moyen terme afin de ne pas être acculées à une réduction des importations qui aurait entravé l'exécution du Second plan quinquennal turc. A l'effet de se ménager le temps d'examiner plus à fond la situation de la Turquie avant de présenter une recommandation au Conseil, le Comité Directeur a accordé à ce pays un crédit de \$25 millions avec effet au 28 juin, remboursable en six mois. C'est la première fois que le Comité a fait usage du pouvoir, que le Conseil lui avait délégué en 1965, d'accorder des crédits d'un montant maximum de \$50 millions chacun, pour une durée ne dépassant pas un an. Ce huitième crédit à la Turquie, dont l'intérêt à verser sur le montant de l'encours est de 3% l'an, a été intégralement tiré moins d'une semaine après sa mise à disposition, et a servi, à concurrence de \$5 millions, à faire face le 30 juin à la première échéance du remboursement du sixième crédit accordé par le Fonds Européen.

A la suite d'un examen plus approfondi, en décembre, des perspectives économiques en Turquie, le Comité a recommandé au Conseil d'accorder à ce pays, avec effet au 27 décembre 1968 – date à laquelle le remboursement du crédit à court terme était exigible – un nouveau crédit de \$25 millions, portant intérêt à 3,5% l'an pour une période de seize mois se terminant le 30 avril 1970. Le Conseil a adopté cette recommandation et les autorités turques ont donc été en mesure de faire face au remboursement du huitième crédit en tirant la totalité du nouveau crédit dès sa mise à disposition.

Aux dates d'exigibilité, c'est-à-dire à fin décembre 1968 et fin mars 1969, la Turquie a remboursé les deuxième et troisième échéances, d'un montant de \$5 millions chacune, du sixième crédit. De ce fait, il ne restait plus que \$55 millions à rembourser sur ce crédit. Compte tenu du septième et du neuvième crédit, d'un montant de \$25 millions chacun, l'encours total sur la Turquie s'élevait à \$105 millions à la fin mars 1969, soit un accroissement net de \$10 millions, au cours de l'exercice 1968-69, de l'aide fournie à ce pays.

Vers la fin octobre 1968, l'Islande a adressé une demande au Fonds Européen en vue de l'aider à soutenir le niveau de ses réserves. Le Comité Directeur a fait droit à cette demande en octroyant un crédit de \$5 millions, d'une durée de six mois, avec effet au 15 novembre 1968. Ce crédit à court terme, qui porte intérêt à 3% l'an, a été entièrement tiré le 20 novembre 1968. C'est le troisième crédit accordé par le Fonds à l'Islande.

Enfin, le 20 janvier 1969, la Grèce a remboursé, un peu avant la date prévue (7 février 1969), la première échéance de \$5 millions du crédit de \$30 millions en cours.

Toutes ces opérations figurent au tableau ci-après, 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 1966, et pour chacun des mois de la période décembre 1966-mars 1969 au cours desquels des changements sont intervenus.

A. M. E.: Utilisation des crédits consentis par le Fonds Européen.

A la date de valeur des règlements du mois	Grèce		Irlande		Espagne		Turquie		Totaux		
	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Disponible et non utilisé	Utilisé et non remboursé	Total des crédits accordés
en millions d'unités de compte											
1959											
février	15,0	—	—	—	—	—	21,5	—	36,5	—	36,5
décembre . . .	—	—	—	—	51,0	24,0	0,5	21,0	61,5	45,0	96,5
1960											
décembre . . .	—	—	5,0	7,0	76,0	24,0	15,0	21,5	96,0	52,5	148,5
1961											
décembre . . .	—	—	7,0	5,0	—	—	—	50,0	7,0	55,0	62,0
1962											
décembre . . .	—	—	5,0	—	—	—	—	80,0	5,0	80,0	85,0
1963											
décembre . . .	—	—	—	—	—	—	—	95,0	—	95,0	95,0
1964											
décembre . . .	—	—	—	—	—	—	—	105,0	—	105,0	105,0
1965											
décembre . . .	—	—	—	—	—	—	—	90,0	—	90,0	90,0
1966											
décembre . . .	—	30,0	—	—	—	—	—	80,0	—	110,0	110,0
1967											
mars	—	30,0	—	—	—	—	—	70,0	—	100,0	100,0
juin	—	30,0	—	—	—	—	—	95,0	—	125,0	125,0
1968											
juin	—	30,0	—	—	—	—	—	115,0	—	145,0	145,0
novembre . . .	—	30,0	—	5,0	—	—	—	115,0	—	150,0	150,0
décembre . . .	—	30,0	—	5,0	—	—	—	110,0	—	145,0	145,0
1969											
janvier	—	25,0	—	5,0	—	—	—	110,0	—	140,0	140,0
mars	—	25,0	—	5,0	—	—	—	105,0	—	135,0	135,0

Trente-et-un tirages s'élevant à \$399,5 millions au total ont été effectués sur les divers crédits accordés entre juin 1959 (date du premier tirage) et le mois de mars 1969. Sur ce montant, \$264,5 millions ont été remboursés. A fin mars 1969,

le montant non encore remboursé s'élevait ainsi à \$135 millions, soit \$105 millions pour la Turquie, \$25 millions pour la Grèce et \$5 millions pour l'Islande.

Système Multilatéral de Règlements. Le tableau ci-après donne des détails sur les transactions effectuées par le Fonds au titre du Système Multilatéral de Règlements depuis l'entrée en vigueur de l'Accord.

A.M.E.: Paiements effectués dans le cadre du Système Multilatéral de Règlements.

Pays	Paiements effectués (+) ou reçus (-) par le Fonds				Montant net des règlements
	1959-64	1967	1968	Total 1959-68	
	en milliers de dollars E.U.				
Allemagne fédérale	—	+ 3.444	—	+ 3.444	+ 3.444
	—	—	—	—	
Autriche	+ 25.083	+ 823	—	+ 25.906	+ 25.906
	—	—	—	—	
Belgique	—	+ 633	—	+ 633	+ 633
	—	—	—	—	
Danemark	+ 240	+ 1.830	+ 9	+ 2.079	— 505
	— 150	— 2.434	—	— 2.584	
Espagne	—	+ 53	—	+ 53	+ 53
	—	—	—	—	
France	—	+ 1.383	—	+ 1.383	+ 1.383
	—	—	—	—	
Grèce	+ 689	+ 1.210	—	+ 1.899	— 26.864
	— 28.762	—	—	— 28.762	
Islande	—	+ 306	—	+ 306	+ 264
	— 24	— 9	— 9	— 42	
Italie	+ 243	+ 1.047	—	+ 1.290	+ 1.290
	—	—	—	—	
Norvège	+ 889	+ 12	—	+ 902	— 1.604
	— 2.505	—	—	— 2.505	
Pays-Bas	+ 1.400	+ 1.604	—	+ 3.004	+ 1.626
	— 1.378	—	—	— 1.378	
Portugal	—	+ 1.926	—	+ 1.926	+ 1.926
	—	—	—	—	
Royaume-Uni	—	+ 624	—	+ 624	— 16.744
	—	— 17.368	—	— 17.368	
Suède	—	+ 2.447	—	+ 2.447	+ 2.204
	— 243	—	—	— 243	
Suisse	—	+ 2.338	—	+ 2.338	+ 2.338
	—	—	—	—	
Turquie	+ 9.212	+ 132	—	+ 9.344	+ 4.650
	— 4.694	—	—	— 4.694	
Total	37.756	19.812	9	57.576	—

Les transactions effectuées au cours des premières années avaient trait, en majeure partie, au règlement des soldes détenus au titre des accords bilatéraux de paiements entre pays membres, et le fléchissement progressif du volume de ces transactions, de \$15 millions en 1959 à environ \$1 million en 1964, est dû à l'expiration de ces accords. Des règlements liés à l'application de la garantie de change accordée aux avoirs des banques centrales membres en monnaies d'autres pays membres n'ont été opérés qu'à trois reprises avant 1964, et cela pour de faibles montants.

Après l'expiration, en octobre 1964, du dernier accord bilatéral de paiements existant entre des pays membres, à savoir l'accord entre la Grèce et la Turquie, il n'a pas été fait usage pendant trois années du mécanisme de règlement. En novembre 1967, en revanche, ce mécanisme est de nouveau entré en fonction, en vue de l'application de la garantie de change par suite de plusieurs modifications intervenues le même mois dans les parités des monnaies de certains pays membres. Le mécanisme de règlement a de nouveau été utilisé en 1968, lors de la dévaluation de la couronne islandaise, bien qu'un seul solde de \$8.620 ait fait l'objet d'un règlement spécial le 21 novembre. Le montant cumulatif des règlements au titre du Système Multilatéral s'élève maintenant à \$57,6 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, telles qu'elles sont décrites dans les pages précédentes, ressortent clairement du résumé de la situation des comptes qui figure à la page 212.

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 \$142,8 millions à fin mars 1968, dont \$125 millions représentaient le montant des crédits non encore remboursés et \$17,8 millions le solde des créances à long terme sur la Norvège et la Turquie. A la suite des tirages effectués comme indiqué ci-dessus par la Turquie et l'Islande, le total des crédits et créances en cours s'est établi à un niveau record de \$167,8 millions en novembre 1968. Puis il a fléchi par suite du huitième versement annuel opéré par la Norvège et la Turquie en décembre, à concurrence de \$2,7 millions, au titre de l'amortissement de leurs dettes à long terme, et en raison des remboursements de crédits mentionnés précédemment, effectués par la Turquie et la Grèce. A fin mars 1969, le total s'est élevé à \$150,1 millions.

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
A l'origine	113,0	123,5	328,4	35,0	600,0	600,0	—
1959 décembre	104,4	123,5	302,9	80,0	610,9	607,5	3,4
1960 décembre	106,4	123,5	297,9	87,5	615,3	607,5	7,8
1961 décembre	109,2	123,5	297,9	87,8	618,4	607,5	10,9
1962 décembre	90,4	123,5	297,9	110,5	622,3	607,5	14,8
1963 décembre	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 janvier	82,2	123,5	297,9	142,8	646,5	607,5	39,0
février	82,3	123,5	297,9	142,8	646,6	607,5	39,1
mars	82,4	123,5	297,9	142,8	646,7	607,5	39,2
avril	82,5	123,5	297,9	142,8	646,8	607,5	39,3
mai	82,7	123,5	297,9	142,8	647,0	607,5	39,5
juin	65,2	123,5	297,9	162,8	649,5	607,5	42,0
juillet	64,9	123,5	297,9	162,8	649,2	607,5	41,7
août	65,1	123,5	297,9	162,8	649,4	607,5	41,9
septembre	65,3	123,5	297,9	162,8	649,6	607,5	42,1
octobre	65,5	123,5	297,9	162,8	649,8	607,5	42,3
novembre	60,6	123,5	297,9	167,8	649,9	607,5	42,4
décembre	71,8	123,5	297,9	160,1	653,3	607,5	45,8
1969 janvier	76,3	123,5	297,9	155,1	652,8	607,5	45,3
février	76,5	123,5	297,9	155,1	653,0	607,5	45,5
mars	81,6	123,5	297,9	150,1	653,1	607,5	45,6

Les avoirs non liquides du Fonds ont ainsi enregistré une progression de \$7,2 millions au cours de l'année. Cet accroissement est légèrement supérieur à celui du revenu net non distribué au cours de la période considérée (\$6,4 millions), de sorte que les ressources liquides du Fonds enregistrent une légère baisse de \$800.000.

Au cours de la période passée sous 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 ait atteint 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 s'élève 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 1968 a atteint un chiffre record de \$7,5 millions. Cette progression est la conséquence de l'extension du volume moyen des crédits en cours, ainsi que des rendements élevés des placements liquides en dollars du Fonds. De ce fait, le montant cumulatif du revenu net reçu depuis l'ouverture des opérations s'est élevé à \$53,7 millions. Le versement des intérêts sur les contributions des pays membres a de nouveau été effectué d'après le principe suivant: le montant cumulatif de l'intérêt versé à chaque pays membre représente 90% de la part du revenu net du Fonds à laquelle ce pays aurait droit si le Fonds était liquidé à la fin de la période au titre de laquelle l'intérêt est payé. Le montant versé au titre de l'année 1968 s'élève à \$1,2 million, ce qui porte le montant cumulatif de l'intérêt réglé en or aux pays membres à \$8,6 millions. Ce chiffre correspond à un taux d'intérêt annuel moyen de 2,4% sur les contributions appelées (\$38 millions). Après paiement, en janvier 1969, de l'intérêt sur les contributions au titre du second semestre de 1968, le revenu net non distribué s'élève à \$45,3 millions. Sur ce montant, \$39,8 millions représentent la part correspondant, dans le revenu net du Fonds, aux \$148 millions du capital effectif transféré de l'U.E.P. au Fonds. Le reliquat représente presque en totalité le solde de 10% du revenu net non distribué du Fonds.

Activité des organes de l'Accord Monétaire Européen.

Le Comité Directeur de l'A.M.E. veille à l'exécution de l'Accord et donne son avis au Conseil de l'O.C.D.E. sur toutes les questions ayant trait à son fonctionnement. En outre, il suit l'évolution de la situation économique et financière des pays membres sur la base des rapports présentés par le Secrétariat, par les différents comités de l'Organisation et, occasionnellement, par des missions spéciales. Le Comité, pour s'acquitter de ses fonctions, se réunit chaque fois qu'il est nécessaire; ces dernières années, il s'est réuni environ six fois par an. En décembre 1968, 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 laquelle le Représentant de la Banque donne régulièrement quelques précisions lors des séances du Comité.

Depuis 1963, la B.R.I. est également chargée de transmettre, aux banques centrales adhérentes en cause, 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 adhérents à l'A.M.E. Au cours de la période considérée, de nouveaux arrangements ont été conclus et certains arrangements en vigueur ont été prorogés. En conséquence, l'activité de la Banque liée à la notification des opérations de soutien entre banques centrales des pays adhérents à l'A.M.E. s'est sensiblement intensifiée.

VII. ACTIVITÉS DE LA BANQUE.

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

Au cours d'une année qui a encore été fertile en événements, la nécessité d'une collaboration étroite entre banques centrales en matière monétaire s'est de nouveau manifestée, et le rôle joué par la Banque dans ce domaine a continué de prendre de l'importance.

La Banque a participé plus largement encore à des arrangements mis sur pied par des groupes de banques centrales de grands pays en vue d'atténuer des tensions dont le système monétaire international a été l'objet; elle a en outre servi d'intermédiaire pour l'acheminement des facilités offertes à cet effet. Ces arrangements comprennent la nouvelle facilité (appelée dans le présent chapitre «le Second Arrangement collectif») d'un montant de \$2 milliards, accordée à la Banque d'Angleterre en septembre 1968, et dont il est également question dans le Chapitre IV du présent Rapport, et les facilités accordées à la Banque de France, respectivement en juillet 1968, pour un montant de \$1,3 milliard et, en novembre, pour un montant de \$2 milliards. La Banque a également élargi son champ d'activités en nouant de nouvelles relations d'affaires avec un certain nombre de banques centrales. D'autre part, le montant total des arrangements de swap conclus entre la Banque de Réserve Fédérale de New York et la B.R.I. est resté fixé, au cours de l'année, à \$1.600 millions, dont \$600 millions utilisables contre francs suisses et \$1.000 millions contre d'autres monnaies européennes. Comme les années précédentes, la Banque a participé, en coopération avec certaines banques centrales, à une action coordonnée visant à atténuer les tensions indésirables sur les marchés, en particulier sur celui de l'Euro-dollar.

Outre les réunions régulières des gouverneurs des banques centrales des pays membres du Groupe des Dix et les séances du Conseil d'administration, la Banque a continué d'organiser des réunions d'experts de banques centrales, soit pour des études et des échanges d'informations concernant des problèmes économiques et monétaires d'intérêt général, soit pour l'examen de questions telles que l'évolution des marchés de l'or, des changes et de l'Euro-dollar.

La Banque a également continué d'assumer au cours de l'année écoulée les fonctions qui lui ont été confiées en août 1964 par les Ministres des pays du Groupe des Dix, et qui consistent à recueillir et à communiquer à tous les membres du Groupe, ainsi qu'au Groupe de Travail No 3 de l'O.C.D.E., des données

statistiques relatives aux différents moyens utilisés pour financer les excédents ou les déficits de leurs comptes extérieurs. Ces données constituent la base essentielle de la surveillance multilatérale de la création de liquidités internationales. 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 dès les tout premiers stades, des renseignements sur l'état des arrangements pris entre membres du Groupe en vue d'ouvrir de nouvelles facilités de crédit ou d'accroître les facilités existantes, et sur l'évolution de ces crédits. La coopération dans ce domaine présente toujours un intérêt considérable. 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 au 31 mars 1969, contrôlé par les vérificateurs aux comptes, figure à la fin du présent Rapport.

La présentation du bilan a été quelque peu modifiée; en effet, tant au passif qu'à l'actif, les engagements et avoirs à plus de trois mois, qui figuraient à divers postes répartis en fonction des échéances, sont maintenant groupés, à des fins de simplification, en une seule rubrique.

* * *

Le total du bilan au 31 mars 1969 s'élève à 14.642.777.907 francs* contre 12.041.331.123 au 31 mars 1968; l'augmentation ainsi enregistrée est très sensible: 2.601.446.784 francs, soit l'équivalent de 22%. Différentes transactions importantes, dont l'entrée en vigueur en septembre 1968 du «Second Arrangement

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
1960	3.430	— 98	— 3
1961	3.973	+ 543	+ 16
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

* Sauf indications contraires, l'expression «francs», dans le texte ci-après, signifiera francs or. La méthode de conversion en francs or (unité de 0,29032258... gramme d'or fin - article 5 des Statuts) des diverses monnaies figurant au bilan est la même que les années précédentes; elle se fonde sur le cours de conversion de ces monnaies en dollars et sur le prix de vente de l'or par la Trésorerie des Etats-Unis en fin d'exercice.

collectif» conclu avec la Banque d'Angleterre d'une part, un large groupe de banques centrales d'autre part, sont à l'origine de cette augmentation.

Le total de la situation mensuelle s'est accru a peu près régulièrement jusqu'à fin décembre 1968, date à laquelle il a franchi pour la première fois le cap des 15 milliards avec 15.763 millions, ce qui constitue un nouveau chiffre record.

Ne sont pas inclus dans le bilan: l'or sous dossier, les effets et autres titres détenus en garde pour le compte de banques centrales ou d'autres déposants; les actifs (or sous dossier, avoirs en banque, effets et autres titres) détenus par la Banque en sa qualité d'Agent de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (Accord Monétaire Européen), de Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier, ainsi que de Mandataire-trustee ou d'Agent financier d'emprunts publics internationaux. Comme au 31 mars 1968, les montants dont il s'agit sont indiqués au bas de la colonne des actifs du bilan sous la rubrique «Comptes d'ordre b)». Ils s'établissent comme suit:

B. R. I.: Comptes d'ordre b).

Postes	Exercice clos le 31 mars	
	1968	1969
	en millions de francs	
Or sous dossier	1.219	1.116
Avoirs en banque	32	32
Effets et autres titres sous dossier	641	594
Total hors bilan	1.892	1.742

Composition des ressources (Passifs).

A. Fonds propres.

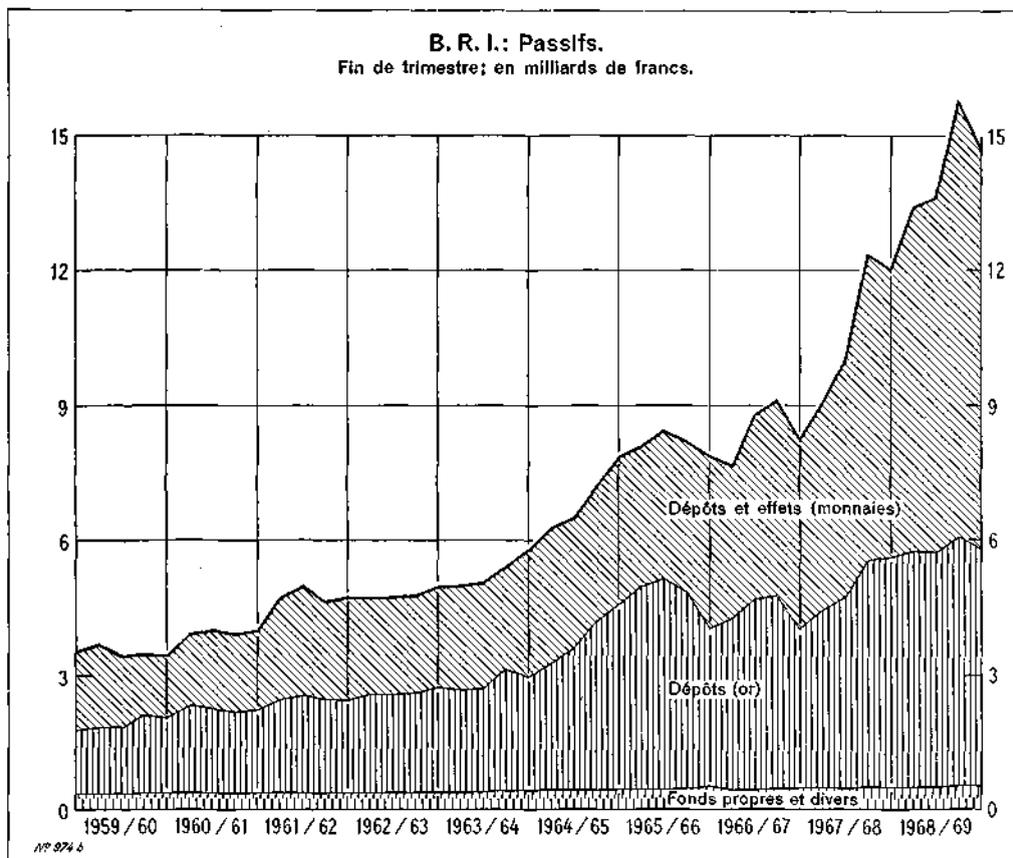
Le «Capital autorisé et émis» n'a pas subi de changements; il est resté fixé à 500 millions de francs, dont 125 millions versés.

De même, le «Fonds de réserve légale» et le «Fonds spécial de réserve de dividendes», qui s'établissent respectivement à 12,5 millions et 10 millions, sont demeurés inchangés.

A la suite de la répartition du bénéfice net disponible de l'exercice 1967-68, le «Fonds de réserve générale» est passé de 22,8 millions à 37,8 millions et un «Fonds de réserve libre» a été créé et crédité d'un montant de 15 millions.

Les «Réserves» de la Banque se sont ainsi accrues de 30 millions en passant de 45,3 millions à 75,3 millions.

Le poste «Divers», qui était de 40,6 millions en début d'exercice, s'établit à 43,4 millions en fin d'exercice.



La «Provision pour charges éventuelles» est restée fixée à 220 millions.

La «Provision pour immeubles», qui s'élevait à 17,5 millions au début de l'exercice, s'établit en fin d'exercice à 1,5 million (détails sous section 6 ci-après).

Le bénéfice net de l'exercice 1968-69 s'élève, comme pour l'exercice précédent, à 45 millions (détails sous section 6 ci-après).

A fin mars 1969, le chiffre des «Fonds propres» de la Banque («Passifs divers» non inclus) s'élevait à 467 millions, soit 3,3% des fonds empruntés (14.133 millions) et 3,2% du total du bilan (14.643 millions). Si l'on tenait compte du capital non versé (375 millions), ces pourcentages se trouveraient portés respectivement à 6,0 et 5,8%.

C'est entre autres l'extension prise par les opérations de la Banque, spécialement au cours des dernières années, qui a amené le Conseil d'administration à proposer à l'Assemblée générale extraordinaire convoquée pour le 9 juin 1969 une augmentation du capital-actions. Cette question est traitée en détail sous section 7 ci-après.

B. R. I. : Evolution de la composition des ressources, en valeur absolue et en pourcentage, au cours des dix derniers exercices.

Exercice clos le 31 mars	Fonds propres	Fonds empruntés	Passifs divers	Total du bilan
	en millions de francs			
1960	342	3.069	19	3.430
1961	353	3.603	17	3.973
1962	359	4.353	20	4.732
1963	368	4.561	21	4.950
1964	379	5.370	29	5.778
1965	396	7.417	37	7.850
1966	400	7.449	33	7.882
1967	424	7.764	44	8.232
1968	452	11.548	41	12.041
1969	467	14.133	43	14.643

Exercice clos le 31 mars	Fonds propres, en pourcentage		Fonds propres + capital non versé, en pourcentage	
	des fonds empruntés	du total du bilan	des fonds empruntés	du total du bilan
1960	11,1	10,0	23,4	20,9
1961	9,8	8,9	20,2	18,3
1962	8,2	7,6	16,9	15,5
1963	8,1	7,4	16,3	15,0
1964	7,1	6,6	14,0	12,3
1965	5,3	5,0	10,4	9,4
1966	5,4	5,1	10,4	9,4
1967	5,5	5,2	10,3	9,3
1968	3,9	3,8	7,2	6,7
1969	3,3	3,2	6,0	5,8

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
	1968	1969	
en millions de francs			
Banques centrales	9.711	11.324	+ 1.613
Autres déposants	1.305	1.224	- 81
Effets	532	1.585	+ 1.053
Total	11.548	14.133	+ 2.585

Les dépôts des «Banques centrales» se sont assez fortement accrus (17%), alors que les dépôts des «Autres déposants» ont enregistré une légère régression (6%).

La progression des dépôts des «Banques centrales» a presque exclusivement porté sur des monnaies; elle a eu principalement pour origine des fonds reçus de banques centrales de pays appartenant à la zone sterling d'outre-mer.

L'encours des effets a pratiquement triplé; tous sont exprimés en monnaies et représentent des ventes à des banques commerciales; le produit des nouvelles émissions faites au cours de l'exercice a permis à la Banque de financer diverses opérations, réalisées à la demande d'autorités monétaires.

B. R. I.: Fonds empruntés d'après leur nature et leur durée.

Durée	Dépôts en or			Dépôts en monnaies			Effets en monnaies		
	Exercice clos le 31 mars		Différences	Exercice clos le 31 mars		Différences	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1968	1969		1968	1969		1968	1969	
en millions de francs									
A vue	1.989	2.234	+ 245	71	40	- 31	-	-	-
A 3 mois au maximum .	2.825	2.778	- 47	5.103	5.031	- 72	62	594	+ 532
A plus de 3 mois	314	286	- 28	714	2.179	+ 1.465	470	991	+ 521
Total	5.128	5.298	+ 170	5.888	7.250	+ 1.362	532	1.585	+ 1.053

Les «Dépôts en or» n'ont que très faiblement augmenté (3%), alors que les «Dépôts en monnaies» ont accusé une forte progression (23%).

En ce qui concerne les «Dépôts en or», les fonds à terme diminuent légèrement du fait de conversions en dépôts à vue.

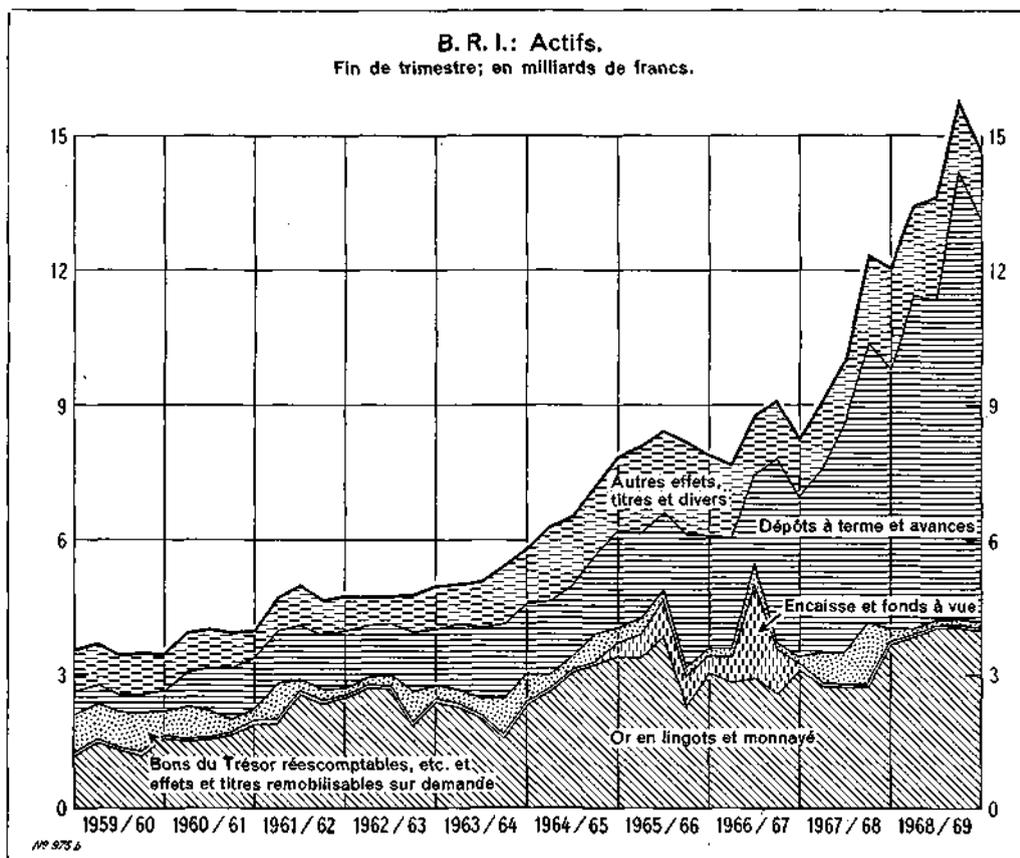
Les «Dépôts en monnaies» à vue et à trois mois au maximum s'étant quelque peu réduits, l'augmentation des fonds à plus de trois mois a dépassé celle de l'ensemble des dépôts en monnaies. Cette évolution provient en particulier de la consolidation, en septembre 1968, avec amortissements s'achevant en 1971, de l'«Arrangement collectif» conclu en juin 1966; en conséquence, les fonds à relativement court terme, qui avaient été reçus par la Banque au titre du financement partiel de cet arrangement, ont été laissés à la disposition de la Banque pour des durées plus longues.

L'augmentation de l'encours des «Effets» se répartit par parts égales entre fonds à trois mois au maximum et ressources à plus de trois mois.

Au début de l'exercice, les «Dépôts en or» représentaient 44% du total des ressources empruntées, les «Dépôts en monnaies» 51% et les «Effets» 5%; au 31 mars 1969, les pourcentages étaient respectivement de 37, 52 et 11%. Ainsi,

d'une fin d'exercice à l'autre, la part prise par l'ensemble des ressources en monnaies s'est accrue sensiblement, passant de 56 à 63%.

Utilisation des ressources (Actifs).



L'évolution de la position-or de la Banque est donnée par le tableau suivant, qui fait ressortir les maxima et minima de l'exercice.

B. R. I.: Position-or.

Fin de mois	Position au comptant				Opérations à terme, solde net	Position nette finale
	Or en lingots et monnayé	Placements en or	Dépôts en or	Solde net		
en millions de francs						
1968 mars	3.666 (min.)	407	5.128 (min.)	-1.055	+1.510	455 (min.)
septembre	4.034	406 (min.)	5.252	- 812	+1.278	466
novembre	4.116 (max.)	416	5.328	- 796 (max.)	+1.270 (min.)	474 (max.)
décembre	4.057	417	5.543 (max.)	-1.069 (min.)	+1.528 (max.)	459
1969 mars	3.976	451 (max.)	5.299	- 871	+1.341	470
Différences du 31 mars 1968 au 31 mars 1969	+ 310	+ 44	+ 170	+ 164	- 169	+ 15

L'accroissement de l'encaisse-or (+310 millions) résulte de l'échéance de swaps or contre monnaies traités avec des banques centrales, de la liquidation d'achats d'or à terme et de la constitution de nouveaux dépôts.

Les fluctuations enregistrées par la position-or ont été nettement moins marquées que lors des exercices précédents.

**B. R. I.: Répartition d'après leur nature des encaisses
et des autres placements.**

Nature	Exercice clos le 31 mars		Différences	
	1968	1969		
	en millions de francs			
Encaisses				
Or	3.666		3.976	+ 310
Monnaies	49	3.715	56	4.032
			+ 7	+ 317
Autres placements				
Or	407		451	+ 44
Monnaies	7.918	8.325	10.159	10.610
			+ 2.241	+ 2.285
Total				
Or	4.073		4.427	+ 354
Monnaies	7.967	12.040	10.215	14.642
			+ 2.248	+ 2.602

La répartition des actifs d'après leur durée appelle les commentaires suivants:

A. Actifs à vue ou remobilisables sur demande.

Le poste «Or en lingots et monnayé» (au 31 mars 1969, il s'agissait exclusivement d'or en barres) a augmenté de 310 millions comme il a été expliqué plus haut.

Le chiffre du poste «Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue», qui était de 49 millions au début de l'exercice, n'a que peu varié.

L'ensemble des encaisses (or et monnaies) représentait, au 31 mars 1969, 27,5% du bilan contre un peu moins de 31% un an auparavant.

Le montant du portefeuille de «Bons du Trésor réescomptables» s'établissait à 232 millions au 31 mars 1968. Des fonds obtenus au cours de l'exercice 1967-68, dans le cadre du réseau de swaps entre banques centrales, dont la Banque fait partie, avaient été placés sous cette forme; lors de l'échéance de ces swaps, en mai 1968, les placements en question ont été liquidés, ramenant le chiffre du portefeuille à un niveau qu'il a gardé ensuite jusqu'à la fin de l'exercice, soit 67 millions.

Le portefeuille des «Effets et titres remobilisables sur demande» a peu varié, passant de 70 millions à 61 millions.

Le total des actifs à vue ou remobilisables sur demande, qui comprend les divers postes de l'actif analysés jusqu'à présent, s'élevait, au début de l'exercice, à 4.017 millions et représentait 33% du total du bilan; le 31 mars 1969, les chiffres correspondants étaient de 4.160 millions et de 28,5%. Durant cette même période, les dépôts à vue figurant au passif sont passés de 2.060 millions à 2.274 millions, leur pourcentage par rapport au total du bilan étant de 17 et 15,5%.

B. Actifs à terme.

Du début à la fin de l'exercice, le chiffre des «Dépôts à terme et avances» est passé de 5.775 millions à 8.964 millions, marquant ainsi une très forte progression — 3.189 millions ou 55%. Une part appréciable de ces placements a été faite dans le cadre du «Second Arrangement collectif», en particulier au moyen de ressources reçues à cet effet; le solde a consisté en investissements réalisés sur le marché des Euro-monnaies. A plusieurs reprises, la Banque a obtenu des ressources de banques centrales en vue d'intervenir sur ce marché, de manière à atténuer dans une certaine mesure l'amplitude des mouvements de fonds. Ces interventions ont eu lieu pour de courtes périodes, principalement en fin d'année; le montant du poste «Dépôts à terme et avances» en a porté la trace, passant de 8.132 millions à fin novembre à 9.949 millions à fin décembre.

Les «Autres effets et titres», en diminuant de 2.248 millions à 1.518 millions, se réduisent de près d'un tiers; cette diminution porte sur les monnaies et résulte principalement des amortissements mensuels, commencés en juin 1968, des Bons du Trésor britannique que la Banque avait achetés en novembre 1967; les autres effets et titres en or progressent par contre très légèrement.

B. R. I.: Dépôts à terme et avances, autres effets et titres,
d'après leur durée.

Echéances	Exercice clos le 31 mars		Différences
	1968	1969	
	en millions de francs		
A 3 mois au maximum	7.319	6.936	- 384
A plus de 3 mois	704	3.547	+ 2.843
Total	8.023	10.482	+ 2.459

Parallèlement à l'augmentation des ressources reçues à plus de trois mois (dépôts et effets), on constate un accroissement du total des fonds investis à plus de trois mois. La consolidation de l'«Arrangement collectif» conclu en juin 1966 et l'utilisation du produit de l'émission d'effets en vue du financement du «Second Arrangement collectif» de septembre 1968 constituent les principales raisons de cet accroissement.

* * *

Comme lors des exercices précédents, l'activité de la Banque a surtout été liée au développement de la coopération entre banques centrales; parmi les opérations qui viennent d'être brièvement évoquées, il convient de souligner l'importance qu'a revêtue pour la Banque l'entrée en vigueur, en septembre 1968, du «Second Arrangement collectif»; la Banque y joue en effet un triple rôle: en tant que participante, en tant qu'intermédiaire entre les banques centrales et comme lien entre ces dernières et le marché.

Le haut niveau d'activité de la Banque, que traduit en particulier l'accroissement du chiffre du bilan, a été enregistré dans la plupart des secteurs; toutefois, certaines opérations sur or — achats et ventes sur le marché — ont dû être interrompues; les autres en revanche — swaps or contre monnaies et échanges entre diverses places — se sont poursuivies à un rythme normal.

Le volume des opérations de la Banque a atteint un niveau record en s'élevant à 184 milliards pour 1968-69 contre 174 milliards pour 1967-68 et 110 milliards pour 1966-67.

3. La Banque comme Mandataire (Trustee) et Agent financier d'emprunts publics internationaux.

Conformément aux accords en vigueur, la Banque a continué d'assumer, au cours de l'exercice sous revue, les fonctions d'Agent financier des Trustees pour les nouvelles obligations de l'Emprunt extérieur allemand 1924 (Emprunt Dawes) et de Trustee pour les nouvelles obligations de l'Emprunt international 1930 du gouvernement allemand (Emprunt Young), émises par le gouvernement de la République fédérale d'Allemagne en exécution de l'Accord de Londres du 27 février 1953 sur les dettes extérieures allemandes.

L'exercice 1968-69 a été clos pour l'Emprunt Dawes le 15 avril 1969 et pour l'Emprunt Young le 1^{er} juin 1969. Les intérêts au titre de l'exercice 1968-69 se montent à l'équivalent d'environ 9,7 millions de francs pour l'Emprunt Dawes, et à l'équivalent d'environ 34,5 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 1968-69 a été assuré, pour partie, par rachats de titres en bourse et, pour partie, par tirages au sort. Les obligations de conversion de l'Emprunt Dawes encore en circulation viendront toutes à 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

Emprunt extérieur allemand 1924.
(Emprunt Dawes)

Tranche	Monnaie	Valeur nominale			
		Obligations émises	Obligations rachetées ou sorties au tirage en vue de leur amortissement au titre des exercices		Solde
			1958-59 à 1967-68	1968-69	
Obligations de conversion					
américaine . . .	\$	44.118.000	17.285.000	2.278.000	24.555.000
belge	£	593.500	161.300	19.900	402.300
britannique . . .	£	8.277.200	2.286.200	286.000	5.705.000
française	£	1.929.600	527.200	66.300	1.336.100
néerlandaise . . .	£	1.324.000	347.000	44.900	932.100
suédoise	KRS	14.209.000	3.656.000	468.000	10.085.000
suisse	£	1.130.800	308.100	38.500	783.200
suisse	FS	8.251.000	2.082.000	269.000	5.900.000
Obligations de consolidation					
américaine . . .	\$	8.208.000	2.383.000	260.000	5.565.000
belge	£	157.800	48.000	5.300	104.500
britannique . . .	£	2.232.000	671.300	74.900	1.485.800
française	£	498.900	151.300	16.800	330.800
néerlandaise . . .	£	291.700	79.900	9.700	202.100
suisse	£	118.000	34.100	3.800	77.100
suisse	FS	415.000	112.000	12.000	291.000

Emprunt international 1930 du gouvernement allemand.
(Emprunt Young)

Tranche	Monnaie	Valeur nominale*			
		Obligations émises	Obligations rachetées ou sorties au tirage en vue de leur amortissement au titre des exercices		Solde
			1958-59 à 1967-68	1968-69	
Obligations de conversion					
allemande	DM	14.504.000	1.788.000	225.000	12.491.000
américaine . . .	\$	55.490.000	7.012.000	908.000	47.570.000
belge	FB	202.842.000	25.337.000	3.172.000	174.333.000
britannique . . .	£	20.656.600	2.560.600	321.800	17.774.000
française	FF	445.700.000	55.265.000	6.963.000	383.472.000
néerlandaise . . .	FL	52.558.000	6.415.000	814.000	45.329.000
suédoise	KRS	92.763.000	11.548.000	1.448.000	79.767.000
suisse	FS	58.385.000	7.279.000	912.000	50.194.000
Obligations de consolidation					
allemande	DM	416.000	50.000	6.000	360.000
américaine . . .	\$	9.009.000	1.108.000	127.000	7.774.000
belge	FB	45.681.000	5.704.000	643.000	39.334.000
britannique . . .	£	4.928.700	607.700	69.200	4.251.800
française	FF	98.172.000	11.926.000	1.375.000	84.871.000
néerlandaise . . .	FL	8.499.000	1.044.000	123.000	7.332.000
suédoise	KRS	6.014.000	750.000	83.000	5.181.000
suisse	FS	1.405.000	172.000	20.000	1.213.000

* Valeur nominale établie le 1er mai 1969 conformément aux dispositions de l'Accord de Londres du 27 février 1963 sur les dettes extérieures allemandes, mais sans tenir compte de la réévaluation du deutsche mark en mars 1961.

cas de la réévaluation du deutsche mark intervenue en 1961 n'a pas encore été réglée. L'examen de l'affaire a été confié aux gouvernements des pays dans lesquels les tranches de l'Emprunt ont été émises.

La situation actuelle des Emprunts Dawes et Young est résumée dans les tableaux de la page précédente.

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 1967	1968	
américaine	\$	1.667.000	632.000	92.000	952.000
anglo-néerlandaise	£	856.600	314.400	45.500	496.700
suisse	FS	7.102.000	2.194.000	323.000	4.585.000

4. La Banque comme Tiers convenu aux termes du Contrat de nantissement conclu avec la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier.

La Banque a continué d'exercer les fonctions de Tiers convenu à l'égard des emprunts de la Communauté Européenne du Charbon et de l'Acier qui sont garantis en conformité avec les dispositions du Contrat de nantissement qu'elle a conclu le 28 novembre 1954 avec ladite Communauté.

Le montant total de ces emprunts garantis s'élevait, à l'origine, à l'équivalent d'environ 817 millions de francs. Les remboursements effectués par la Communauté jusqu'au 1^{er} avril 1969 atteignent l'équivalent d'environ 366 millions de francs, de sorte que le montant total restant dû se trouve ramené à l'équivalent d'environ 451 millions de francs. D'autres détails sur ces emprunts sont indiqués dans le tableau ci-contre.

La Communauté a affecté le produit de ces emprunts à l'octroi de prêts dans les pays membres.

Au cours de l'exercice 1968-69, la Banque a reçu des bénéficiaires de ces prêts et réparti entre les Agents-payeurs, au titre des intérêts, l'équivalent d'environ 24 millions de francs et, au titre de l'amortissement, l'équivalent d'environ 39 millions de francs.

La Communauté a également contracté des emprunts qui ne sont pas garantis conformément au Contrat de nantissement. La Banque n'assume aucune fonction à l'égard de ces emprunts.

**Emprunts garantis de la Communauté Européenne du
Charbon et de l'Acier.**

Séries de titres garantis	Date de l'émission	Pays d'émission	Bailleurs de fonds	Montant initial des emprunts	Montant non remboursé au 1 ^{er} avril 1969	Taux d'intérêt %	Année de la dernière échéance
1 ^{re}	1954	Etats-Unis	Gouvernement des Etats-Unis	\$ 100.000.000	60.400.000	3 ³ / ₄	1979
2 ^e	1955	Belgique	Caisse Générale d'Epargne et de Retraite, Bruxelles	FB 200.000.000	133.800.000	3 ¹ / ₂	1982
3 ^e	1955	Allemagne	Westdeutsche Landesbank Girozentrale, Düsseldorf und Münster ¹	DM 50.000.000	29.666.400	3 ³ / ₄	1981
4 ^e	1955	Luxembourg	Caisse d'Epargne de l'Etat, Luxembourg	FB 20.000.000 FLUX 5.000.000	13.360.000 —	3 ¹ / ₂ —	1982 —
5 ^e	1956	Sarre	Landesbank und Girozentrale Saar, Sarrebruck	DM 2.977.450 ²	1.634.620	4 ¹ / ₄	1977
6 ^e	1956	Suisse	Emission publique	FS 50.000.000	23.750.000	4 ¹ / ₄	1974
7 ^e ³	1957	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	11.700.000	5 ¹ / ₂	1975
10 ^e	1957	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	77.895.261	5 ³ / ₈	1982
11 ^e ³	1958	Etats-Unis	Emission publique	\$ 35.000.000	23.500.000	5	1978
13 ^e ³	1960	Etats-Unis	Emission publique	\$ 25.000.000	20.050.000	5 ³ / ₈	1980
15 ^e	1961	Luxembourg	Etablissement d'Assurance contre la Vieillesse et l'Invalidité, Luxembourg	FLUX 100.000.000	88.223.554	5 ¹ / ₄	1986
16 ^e	1961	Pays-Bas	Emission publique	FL 50.000.000	43.300.000	4 ¹ / ₂	1981

¹ Les bailleurs de fonds d'origine, à savoir la Rheinische Girozentrale und Provinzialbank et la Landesbank für Westfalen Girozentrale, ont fusionné à dater du 1^{er} janvier 1969 pour former la Westdeutsche Landesbank Girozentrale.
² Cet emprunt, qui a été contracté en francs français, a été converti en deutsche marks en 1959. Le montant initial était de 350.000.000 d'anciens francs français.
³ Les titres garantis des 8e, 9e, 12e et 14e séries ont été entièrement remboursés.

5. La Banque comme Agent de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (Accord Monétaire Européen).

Les activités que la Banque continue d'exercer en sa qualité d'Agent pour l'exécution des opérations financières de l'A.M.E. dans le cadre de l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques ont été décrites dans le Chapitre VI du présent Rapport. Pour ces fonctions, la Banque a reçu, comme l'an dernier, une contribution de FS 500.000 au titre de ses dépenses administratives; elle a en outre été remboursée des frais accessoires qu'elle a encourus; ces sommes ont été portées au crédit du compte de profits et pertes de la Banque, au poste «Frais d'administration».

6. Bénéfices nets et répartition.

Les comptes du trente-neuvième exercice clos le 31 mars 1969 ont fait apparaître un excédent de 49.686.320 francs. L'excédent de l'exercice 1967-68 était de 53.497.848 francs.

Le Conseil d'administration a décidé de transférer 1.336.320 francs à la «Provision pour frais d'administration exceptionnels» et 3.350.000 francs à la «Provision pour immeubles». Après déduction de ces deux versements aux provisions, le bénéfice net a de nouveau atteint 45 millions de francs, dont la répartition est fixée par l'article 53, alinéas b, c, d, et f, des Statuts.

Conformément à ces dispositions, le Conseil d'administration propose, comme l'an dernier, à l'Assemblée générale de répartir le bénéfice net de 45 millions de francs de la manière suivante:

- 1) affectation d'une somme de 7,5 millions de francs au versement d'un dividende cumulatif de 6%, à raison de 37,50 francs par action;
- 2) affectation d'un montant additionnel de 7,5 millions de francs, au versement d'un dividende supplémentaire de 6%, à raison de 37,50 francs par action;
- 3) affectation d'une somme de 15 millions de francs au «Fonds de réserve générale»;
et
- 4) affectation du reliquat du bénéfice net disponible, soit 15 millions de francs, au «Fonds de réserve libre». Le Conseil d'administration a le droit d'utiliser ce Fonds non seulement en vue de couvrir des pertes encourues par la Banque, mais également pour toute autre utilisation conforme aux dispositions des Statuts.

Selon les propositions du Conseil d'administration, le montant total du dividende payé par la Banque au titre de l'exercice 1968-69 sera le même que pour l'exercice précédent, soit 75 francs; ce versement sera effectué en francs suisses, à raison de 107,15 francs suisses par action, le 1^{er} juillet 1969, aux actionnaires inscrits sur les registres de la Banque à la date du 25 juin 1969. La répartition proposée de 75 francs par action pour l'exercice 1968-69 correspond au montant total du dividende prévu aux alinéas b et c de l'article 53 des Statuts de la Banque.

Le bilan et le compte de profits et pertes, ainsi que l'affectation proposée des bénéfices nets sont reproduits à la fin du présent Rapport.

Au cours de l'exercice écoulé, la Banque a acquis la majeure partie d'un terrain situé dans le centre de Bâle, sur lequel elle se propose d'édifier un nouveau bâtiment. Le montant des dépenses déjà exposées à la date du 31 mars 1969 pour l'achat de ce terrain, soit 19.350.000 francs, a été imputé à la «Provision pour immeubles».

Les comptes de la Banque ont été dûment vérifiés par MM. Price Waterhouse & Co., Zurich, qui ont confirmé que le bilan et le compte de profits et pertes donnent une vue exacte et correcte de la situation des affaires de la Banque au 31 mars 1969 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date. Le certificat de MM. Price Waterhouse & Co. est apposé au bas du bilan.

7. Aménagement du capital et des Statuts de la Banque.

Considérant que le moment était venu, pour la Banque, d'adapter son capital et ses Statuts au développement pris par son activité au cours des dernières années, le Conseil d'administration a décidé, dans sa séance du 14 avril 1969, de convoquer une Assemblée générale extraordinaire pour le 9 juin 1969 et de lui proposer:

- 1) de porter le capital autorisé de la Banque de 500 millions de francs à 1,5 milliard de francs;
- 2) d'émettre 200.000 actions nouvelles formant la deuxième tranche de son capital et de les offrir aux actionnaires actuels;
- 3) de donner pouvoir au Conseil d'administration d'émettre une troisième tranche de 200.000 actions qui seraient réservées aux banques centrales; et
- 4) d'adapter les Statuts de la Banque à ces changements et de réviser à la même occasion diverses autres dispositions statutaires.

Il est rappelé à cet égard qu'aux termes de l'article 5 des Statuts, le capital autorisé de la Banque est fixé à 500 millions de francs. Il est entièrement émis et divisé en 200.000 actions de 2.500 francs chacune, libérées de 25 %, soit de 625 francs. Les propositions ci-dessus visent ainsi à tripler le montant actuel du capital autorisé. Les Statuts seraient modifiés en conséquence, le capital de la Banque étant divisé désormais en 600.000 actions. Toutes ces actions, d'égale valeur-or nominale, confèreraient les mêmes droits. N'étant que partiellement libérées, elles imposeraient les mêmes obligations à leurs titulaires.

L'émission de la seconde tranche interviendrait à bref délai, doublant le capital déjà émis. La troisième tranche, par contre, serait placée par émissions successives, selon les circonstances. Le capital garanti (non versé), qui est présentement de 375 millions de francs, passerait ainsi tout d'abord à 750 millions de francs, par suite de l'émission de la seconde tranche. Il serait porté finalement, après émission complète de la troisième tranche, à 1,125 milliard de francs. Le capital versé, qui n'est actuellement que de 125 millions de francs, atteindrait à ce moment 375 millions de francs.

Le montant nécessaire à la libération de la seconde tranche du capital — soit le quart de la valeur nominale — serait prélevé sur la « Provision pour charges éventuelles », les actions nouvelles étant offertes aux actionnaires inscrits dans les livres de la Banque. En acceptant de souscrire, ces actionnaires s'engageraient à libérer, en cas d'appel de fonds, les trois quarts non versés des titres leur revenant. A la suite de ce prélèvement, la « Provision pour charges éventuelles » serait réduite de 220 millions à 95 millions de francs. Ce solde, cependant, serait finalement réparti entre le « Fonds de réserve légale », la « Provision pour immeubles » et le « Fonds de réserve libre ».

La troisième tranche du capital étant réservée aux banques centrales, les actions ainsi émises ne pourraient être souscrites ou acquises par le public. En fait, cette tranche serait émise par étapes, au fur et à mesure des adhésions, les banques centrales nouvellement membres acquérant, outre la propriété des actions souscrites par elles, les droits de vote et de représentation correspondants. Il appartiendrait au Conseil de procéder aux attributions voulues au profit des banques centrales « apportant une contribution substantielle à la coopération monétaire internationale et aux activités de la Banque ».

En contrepartie de l'avantage découlant pour les actionnaires de l'émission de la seconde tranche du capital, les propositions soumises à l'Assemblée générale extraordinaire visent à modifier en deux points les règles applicables en matière d'allocation de dividendes (article 53, selon le projet article 51, des Statuts): en

enlevant le caractère cumulatif du dividende prioritaire de 6% et en réduisant de 6 à 3% le taux maximum du dividende supplémentaire pouvant être payé, pour autant que le montant nécessaire ne dépasse pas les 20% du solde du bénéfice après paiement du dividende prioritaire. Cependant, il a été prévu que l'on pourrait affecter une part plus importante de bénéfices au «Fonds spécial de réserve de dividendes» destiné à permettre le paiement constant du dividende prioritaire de 6%. En outre, la liquidation du solde de la «Provision pour charges éventuelles» – dont il a déjà été question plus haut – permettrait de porter le «Fonds de réserve légale» à son montant maximum. Dès lors, le bénéfice net annuel pourrait être entièrement utilisé pour le paiement du dividende prioritaire de 6% ainsi que pour les autres répartitions de bénéfices, y compris la distribution d'un dividende supplémentaire de 3% au maximum.

En raison des modifications exposées ci-dessus – et de la procédure requise en vue de leur adoption – il a semblé opportun de prévoir en même temps la mise à jour de quelques autres dispositions statutaires, principalement de celles ayant trait aux fonctions dévolues à la Banque par le Plan Young et, accessoirement, des textes concernant la composition du Conseil d'administration. En effet, les fonctions assignées à la Banque par le Plan Young ont pris fin à la suite de la suspension de l'exécution, dès 1931, de ce Plan. De même, les dépôts confiés à la Banque par les gouvernements en application du Plan Young ont été réglés en 1966. Aussi, est-il proposé d'éliminer des Statuts toutes les dispositions se référant à ces fonctions et à ces dépôts. Il a été prévu, cependant, de maintenir l'article 56 (selon le projet: article 54) qui a trait au Tribunal arbitral. Quant au Conseil d'administration, les modifications suggérées visent à adapter les textes aux usages suivis jusqu'ici, sans prévoir aucune modification de fond.

Ainsi qu'on le sait, la B.R.I. est une institution internationale remplissant des fonctions d'intérêt public, son objet essentiel, selon l'article 3 de ses Statuts, étant «de favoriser la coopération des banques centrales et de fournir des facilités additionnelles pour les opérations financières internationales». Le Conseil d'administration considère que les changements qu'il propose, renforceront sérieusement les moyens d'action de la Banque dans le cadre de la coopération entre banques centrales, tout en respectant les intérêts de ses actionnaires, qui auront reçu, sans paiement, une nouvelle action par action ancienne.

Les changements proposés, s'ils reçoivent l'approbation de l'Assemblée générale extraordinaire du 9 juin 1969, ne pourront entrer en vigueur que lorsqu'ils auront été sanctionnés par le gouvernement suisse, agissant avec l'accord des autres gouvernements parties à la Convention de 1930 concernant la B.R.I.

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

Le Conseil d'administration a douloureusement ressenti la perte du Professeur Pietro Stoppani, décédé le 21 novembre 1968. Entré au Conseil en 1945, en tant que membre suppléant nommé par le Professeur Einaudi, le Professeur Stoppani y a siégé comme administrateur de 1948 à 1960, puis a exercé jusqu'à son décès les fonctions de suppléant en l'absence du Dr Baffi. A la séance du Conseil tenue le 9 décembre 1968, le Président a rendu un vibrant hommage à sa mémoire.

A la séance du Conseil tenue le 10 février 1969, le Président a annoncé que le Dr Carli, Gouverneur de la Banque d'Italie, avait nommé le Professeur Francesco Masera pour être son suppléant en l'absence du Dr Baffi, en remplacement de feu le Professeur Stoppani.

M. Per Åsbrink, qui avait été élu au Conseil conformément à l'article 28, alinéa 3, des Statuts et dont le mandat venait à expiration le 31 mars 1969, a été réélu, à la séance du 10 mars 1969, pour une période de trois ans qui prendra fin le 31 mars 1972.

Le mandat de membre du Conseil de M. Henri Derooy venant à expiration le 31 mars 1969, M. Jacques Brunet, Gouverneur de la Banque de France, l'a nommé de nouveau à ce poste en mars 1969, conformément à l'article 28, alinéa 2, des Statuts, pour une période de trois ans qui prendra fin le 31 mars 1972.

En avril 1969, M. Olivier Wormser a succédé à M. Brunet en qualité de Gouverneur de la Banque de France et est devenu administrateur d'office. A la séance du Conseil tenue le 14 avril 1969, le Président a exprimé à M. Brunet les sincères remerciements du Conseil pour les éminents services qu'il a rendus à la Banque pendant le temps de son mandat, qui a duré plus de neuf ans. En mai, le Président a souhaité la bienvenue à M. Wormser, qui assistait pour la première fois à une séance du Conseil.

Le mandat de membre du Conseil de M. M.J. Babington Smith venant à expiration le 6 mai 1969, Sir Leslie O'Brien, Gouverneur de la Banque d'Angleterre, l'a nommé de nouveau à ce poste en avril 1969, conformément à l'article 28, alinéa 2, des Statuts, pour une période de trois ans qui prendra fin le 6 mai 1972.

A la séance du Conseil du 12 mai 1969, le Président a annoncé que M. Blessing, Président de la Deutsche Bundesbank, avait nommé le Dr Otmar Emminger et, en l'absence de ce dernier, M. Johannes Tüngeler, pour être son suppléant.

M. Jan Knap, Directeur Adjoint, a pris sa retraite à la fin de novembre 1968. A la séance du Conseil qui s'est tenue le 18 novembre 1968, le Président l'a remercié pour les loyaux et précieux services qu'il a rendus à la Banque pendant plus de onze ans.

A la séance du Conseil tenue le 18 novembre 1968, le Président a annoncé qu'à dater du 1^{er} décembre 1968, M. D.H. Stapleton et le Professeur F.E. Klein étaient nommés Directeurs Adjointes, et que M. A.N. Barltrop était nommé Sous-Directeur. Tous trois faisaient partie, depuis de nombreuses années, des cadres supérieurs du personnel.

CONCLUSION.

Si l'expansion de la production était le seul objectif de politique économique, les résultats acquis au cours des douze derniers mois seraient dignes d'éloges. Mais hélas !...

Une première ombre au tableau s'est présentée sous forme de l'inflation des prix. Le mal n'a pas été universel, mais son apparition dans plusieurs grands pays a revêtu un caractère débordant largement le cadre des frontières nationales, car il a contribué au déséquilibre de l'économie mondiale. Aux Etats-Unis, les autorités ont aggravé la fiscalité au milieu de l'année 1968, pour freiner une demande globale excessive que leur politique de large déficit budgétaire avait elle-même engendrée. Cette action restrictive, venant trois ans après le début de l'escalade des dépenses militaires, a été, toutefois, compensée par une fièvre de dépenses de consommation et d'investissements dans le secteur privé. L'intensification de la demande pour compte privé était motivée, pour partie, par la psychose inflationniste; elle fut aussi facilitée par un assouplissement prématuré des restrictions monétaires. Le produit national brut a ainsi continué, pendant le second semestre de l'an dernier, à s'accroître à un rythme rapide, rythme qui, sur la base des prix courants, apparaît évidemment encore plus marqué. En décembre, les restrictions monétaires étaient de nouveau en vigueur pour ralentir la surchauffe.

La nouvelle Administration qui s'est installée en janvier 1969 a poursuivi la lutte contre l'inflation. Tout en adoptant une politique d'austérité monétaire, malgré le fardeau que représentait une montée en flèche des taux d'intérêt, elle a renforcé l'action budgétaire restrictive, en imposant de nouvelles limitations aux dépenses publiques. De surcroît, fait significatif, elle a proposé de supprimer le crédit d'impôt institué en faveur des investissements privés, après que les intentions des milieux d'affaires dans ce domaine eurent révélé une forte augmentation des dépenses prévues pour l'année en cours. Si les symptômes d'un ralentissement de l'économie n'ont pas encore présenté un caractère évident, il n'y a guère lieu de douter que la politique actuelle des autorités donnera des résultats positifs — plus tôt peut-être que les déclarations concernant le «gradualisme» de leur action ne le laisseraient croire.

Au Royaume-Uni, l'inflation des prix n'a pas résulté, l'an dernier, de l'excès de la demande, car les ressources n'ont pas été vraiment sujettes à pressions. Elle a été due, en partie, aux répercussions directes de la dévaluation et, en partie,

à la poussée exercée sur les coûts par la forte progression des salaires. Bien entendu, il n'entraîne pas dans les intentions des autorités de permettre une hausse de salaires de 9% pendant l'année qui suivrait la dévaluation. Une telle majoration a signifié que la consommation réelle a eu tendance à s'accroître, au lieu de fléchir quelque peu pour aider la balance des paiements à se redresser; de nouvelles mesures restrictives se sont donc révélées nécessaires, après le budget d'austérité de 1968, pour combattre l'affaiblissement de la monnaie. S'il est vrai qu'un strict resserrement monétaire aurait, certes, été fort salutaire, il faut bien reconnaître que, lorsqu'un gouvernement ne peut s'assurer un soutien suffisant pour mener une politique de revenus efficace et obtenir une certaine discipline dans les relations entre employeurs et travailleurs, le progrès économique ne peut qu'en souffrir. Il devrait être évident que la progression du niveau de vie réel des travailleurs britanniques n'a cessé, au fil des ans, de prendre du retard sur celle de leurs homologues des pays d'Europe continentale. Et pourtant, l'opinion publique n'a pas encore pris, semble-t-il, assez largement conscience de la relation qui existe entre ce retard d'une part, et le maintien d'un certain climat d'anarchie dans les relations professionnelles ou l'illusion d'augmentations artificielles de revenus, d'autre part. Bien que s'étant ralenti ces derniers mois, le rythme d'accroissement des rémunérations paraît encore supérieur au taux compatible avec l'amélioration de la productivité.

En France, l'inflation des prix a été, là encore, une conséquence des hausses de salaires qui ont fait suite aux accords conclus pour mettre un terme aux troubles sociaux de mai-juin 1968. En avril 1969, le niveau des rémunérations dépassait de près de 16% celui du mois correspondant de 1968. Bien qu'une situation plus raisonnable sur le plan des salaires soit à prévoir au cours des mois à venir, l'ajustement de l'économie aux augmentations intervenues l'an dernier n'est pas encore achevé.

Une seconde ombre au tableau, que l'inflation des prix a accentuée, a été constituée, l'an dernier, par les déséquilibres des paiements internationaux et les violentes perturbations ayant secoué les marchés des changes, en dépit du fait, constaté dans plusieurs pays importants, que l'aggravation des déséquilibres des transactions courantes était plus que compensée par des variations dans les mouvements de capitaux. Aux Etats-Unis, la pression de la demande et celle des prix ont provoqué un afflux d'importations d'une ampleur telle que l'excédent de la balance commerciale a complètement disparu, malgré une saine expansion des ventes à l'étranger. Simultanément, sous l'effet de taux d'intérêt élevés et des mesures de contrôle direct à l'encontre des sorties de capitaux, la balance des mouvements de capitaux, précédemment caractérisée par un déficit, s'est renversée

et un volume considérable de ressources liquides en provenance de l'étranger a afflué par la voie du système bancaire. Et voilà, sur la base des règlements officiels, la balance américaine des paiements en excédent! Sauf pendant de brèves périodes de crise sur le marché des changes, le cours du dollar est resté ferme, sa bonne tenue étant, en partie, due au fait que les emprunts en Euro-dollars effectués par les banques des Etats-Unis ne tombent pas sous le coup de la réglementation nationale des dépôts bancaires. Peut-être ces mouvements imposent-ils une gêne à certains pays d'Europe qui, dans l'affaire, ont tendance à enregistrer des pertes de réserves; ils allègent aussi temporairement la tâche des autorités de Washington en les dispensant de prendre des mesures décisives pour remédier au déficit de leur balance des paiements. Il est clair, en effet, qu'en mettant un terme à l'inflation, le problème du déficit ne sera pas entièrement résolu, car il existait de façon persistante avant même que celle-ci ne se manifeste, et l'expérience a amplement montré que compter sur l'influence de forces correctives à long terme équivalait à accepter un bien mauvais pari.

Dans le cas de la livre sterling, l'évolution des exportations après la dévaluation a été assez bonne, mais le déficit des échanges commerciaux a persisté parce que le niveau des importations est resté élevé. Les espoirs d'arriver à dégager un important excédent ont été ainsi déçus, et les autorités ont même dû mener un combat incessant pour effacer le déficit. Dans de telles conditions, la confiance en la monnaie est demeurée fragile et la livre a été entraînée dans des crises de changes, même quand celles-ci ne trouvaient pas leur origine dans l'évolution économique du Royaume-Uni. Actuellement, il semble qu'un nouveau renforcement de la politique monétaire doive se produire, et un excédent du budget général de l'Etat est prévu. Plus que jamais l'avenir dépend d'un succès raisonnable sur le front social.

En France, l'inflation des salaires et des prix, déclenchée par les événements de mai et de juin 1968, a provoqué un sérieux déficit dans la balance des paiements. La principale cause de l'importante hémorragie de réserves tenait, au début, à la fuite de capitaux consécutive à un ébranlement de confiance; en outre, les premiers efforts entrepris pour remédier à l'inflation et aux difficultés de la balance des paiements par une expansion accrue, au moyen de mesures budgétaires et monétaires, n'arrangeaient pas les choses. Bien que la politique ait vite été orientée dans une nouvelle direction, son objectif étant désormais d'atténuer les pressions de la demande et des prix, un sérieux déficit de la balance des paiements s'est manifesté. Les mesures de contrôle des changes ont permis d'obtenir un certain reflux temporaire de réserves, mais il est douteux que les possibilités d'ajustement à provenir des moyens d'action présentement en œuvre suffisent à éliminer aisément le déficit.

Compte tenu du fait que la balance des paiements de base de l'Allemagne fédérale fut presque constamment en déficit l'an dernier, c'est une anomalie que les profondes crises monétaires des douze mois écoulés se soient concentrées sur le deutsche mark. L'expansion des exportations s'est certes traduite par un important excédent de la balance des paiements courants, mais celui-ci était compensé, et au-delà, par les mouvements de capitaux, la place de Francfort ayant, en ce domaine, ravi à New York et à Londres le rôle de centre principal. L'engouement pour le mark s'explique en grande partie par des décalages de paiements, à titre de garantie, ainsi que par d'importantes opérations de caractère spéculatif.

Le problème allemand de base se présentait de la façon suivante: était-il possible de maintenir les exportations de capitaux à un niveau suffisamment élevé? Pouvait-on penser que l'énorme excédent de la balance commerciale, amplifié par une demande étrangère en forte progression et par la détérioration de la position concurrentielle des pays en proie à l'inflation, pourrait fléchir suffisamment lorsque les positions respectives de l'Allemagne et de ses partenaires dans le déroulement du cycle économique auraient changé? La réapparition d'un important excédent dans la balance générale des paiements risquait de constituer une charge pour les partenaires commerciaux de l'Allemagne et, pour celle-ci, une sérieuse entrave à toute action restrictive à l'encontre d'un mouvement d'expansion prenant un caractère inflationniste. En d'autres termes, un dilemme se posait entre le maintien de la parité et l'inflation.

Divers facteurs - caractère apparemment irréversible de la réévaluation, problèmes concernant les prix agricoles, souvenir laissé par l'impopularité de l'expérience de 1961 - ont amené le gouvernement à poursuivre la lutte pour le maintien de la parité. Les autorités ont pris un ensemble de mesures destinées à décourager l'afflux de capitaux étrangers à court terme, à redistribuer à l'extérieur les devises pléthoriques, à réduire le surplus de la balance commerciale et à atténuer les tendances à l'emballement sans provoquer pour autant des pressions trop fortes sur le niveau des taux d'intérêt. Quiconque ayant à cœur l'objectif de la stabilité des prix ne peut refuser une certaine sympathie aux autorités allemandes, mais il n'est pas évident que les mesures qu'elles ont prises jusqu'à présent leur permettront de résoudre leurs problèmes.

Il arrive que l'apparition d'une crise monétaire reflète la tendance profonde des forces du marché à libérer les mécanismes d'ajustement des liens des contrôles officiels. Tel fut le cas de la crise de l'or de 1967-68, qui a abouti à l'établissement d'un cours libre. Le système monétaire international s'est trouvé en conséquence débarrassé, au cours de l'année écoulée, de la charge que constituaient les pertes de réserves subies pour satisfaire les demandes du marché.

Un avantage très appréciable en est résulté, par comparaison avec les importantes pertes d'or de l'année précédente, mais il faut bien dire que des doutes se sont aussi manifestés à l'égard du présent statut du système monétaire international et surtout de son évolution future. L'expérience a montré, en effet, que le système mis sur pied à Bretton Woods ne fonctionne de façon satisfaisante que si certaines conditions sont remplies; ces conditions comprennent, d'une part, la nécessité d'un accroissement régulier des réserves globales, qui n'ait pas à dépendre d'endettements monétaires officiels et, d'autre part, le recours à un ajustement de base des paiements internationaux par voie de promptes modifications, sous l'égide du F.M.I., des parités de change des pays présentant un déséquilibre fondamental. Le fait que ces conditions n'ont pas été remplies ne saurait être considéré comme une déficience du système.

Face à cette situation, des opinions très diverses sont émises sur l'avenir du système monétaire international. Certains le voient évoluer progressivement — sans changer le niveau actuel du stock d'or et sur la base de taux de change fixes — vers un régime d'étalon-dollar, soit par inconvertibilité formelle du dollar, soit par une sorte de renonciation volontaire de la part des pays créanciers à leur faculté de conversion. Dans un tel système, le renforcement des réserves continuerait à être assuré par une création de devises ayant pour origine les déficits de la balance américaine des paiements, ou par les transactions spéciales mises sur pied pour financer les déséquilibres d'autres pays. La perspective d'un étalon-dollar plus ou moins reconnu ne peut guère être attirante pour les pays partenaires des Etats-Unis, car la formule limiterait leur liberté d'action en matière de politique monétaire nationale sans garantir, en définitive, le maintien d'un régime de taux de change fixes.

D'autres solutions pour l'avenir du système, préconisées principalement par des spécialistes monétaires non officiels, comportent l'élimination ou l'atténuation du mécanisme de taux fixes, par voie de parités « mobiles », ou par élargissement des marges de fluctuation des cours ou, enfin, par établissement de taux de change fluctuants. Comme le recours à des taux flottants implique le renoncement à certains objectifs jugés jusqu'à présent primordiaux, tels que discipline en matière de balance des paiements, poursuite de politiques commerciales libérales, respect des aspirations pratiques des milieux d'affaires, l'empressement des autorités à soutenir ces propositions a manqué d'enthousiasme.

Selon les thèses officielles les plus répandues, le système devrait pouvoir fonctionner avec le stock d'or actuel, en considérant que les Droits de Tirage Spéciaux en projet dans le cadre du F.M.I. constitueront l'instrument qui conduira au renforcement des réserves nécessaires au maintien du système des taux

de change fixes. De surcroît, comme on en est arrivé maintenant à reconnaître que le processus d'ajustement lui-même était boiteux en l'absence d'un accroissement autonome des réserves globales, le désir apparaît de voir le projet des Droits de Tirage Spéciaux approuvé et mis en œuvre très prochainement et pour des montants plutôt substantiels.

Cette conception pose un certain nombre de problèmes. Le premier concerne les effets éventuels qu'une injection généralisée de liquidités peut avoir sur la détermination des pays à résister aux pressions inflationnistes qui sont si fréquemment à l'origine des déséquilibres de paiements. Le second, plus fondamental, a trait aux difficultés inhérentes au maintien d'un stock fixe d'or monétaire et à la coexistence de différents éléments d'actifs dans les réserves (or, dollars et D.T.S.). En particulier, on ne voit pas bien comment résoudre les problèmes de répartition, entre pays, d'un stock d'or devenu statique si ce n'est, encore une fois, sous forme de limitations, que les pays créanciers s'imposeraient à eux-mêmes, ou par voie de mécanismes de règlements selon lesquels les diverses composantes des réserves seraient amalgamées et simultanément utilisées. L'une et l'autre de ces formules impliquent une renonciation à la libre détermination des réserves quant à leur composition.

Pour l'instant, il est probable que le système monétaire va continuer à fonctionner dans des conditions quelque peu incertaines et instables. Il faudra voir, par expérience, si la loi de Gresham s'applique et, si oui, quelle mauvaise monnaie chasserait la bonne (or, dollars ou D.T.S.).

Il faut, enfin, sans cesse répéter qu'aucun système monétaire international ne fonctionnera jamais correctement si, sur le plan intérieur, les pays ne sont pas disposés à adopter une politique compatible avec le maintien de l'équilibre externe. Il appartient aux autorités monétaires de poursuivre leur tâche de coopération et de coordination en gardant présente à l'esprit la nécessité d'aider ces pays à réaliser ce qui doit être un objectif essentiel.

Le Directeur Général

GABRIEL FERRAS

BILAN ET COMPTE DE PROFITS ET PERTES
AU 31 MARS 1969

BILAN AU

ACTIF

EN FRANCS OR (UNITÉS DE 0,290 322 58 ...)

		<u>%</u>
Or en lingots et monnayé	3.976.260.975	27,2
Espèces en caisse et avoirs bancaires à vue	55.690.790	0,4
Bons du Trésor réescomptables	66.967.570	0,5
Effets et titres remobilisables sur demande	60.477.605	0,4
Dépôts à terme et avances		
A 3 mois au maximum	5.630.476.799	38,4
» » » » » (or)	34.085.713	0,2
A plus de 3 mois	<u>3.299.635.119</u>	22,5
	8.964.199.631	
Autres effets et titres		
Or		
A 3 mois au maximum	295.205.527	2,0
A plus de 3 mois	121.989.743	0,8
Monnaies		
A 3 mois au maximum	975.049.473	6,7
A plus de 3 mois	<u>125.817.231</u>	0,9
	1.518.061.974	
Actifs divers	1.119.161	0,0
Terrain, immeubles et installations	1	0,0
	<u>14.642.777.907</u>	<u>100</u>
COMPTES D'ORDRE		
a) Opérations à terme sur or:		
Solde net: or à recevoir (monnaies à livrer)	1.341.167.263	
b) Fonds, effets et autres titres gérés ou détenus par la Banque pour le compte de tiers:		
Or sous dossier	1.116.167.302	
Avoirs en banque	32.521.430	
Effets et autres titres sous dossier	593.610.901	

31 MARS 1969

GRAMME D'OR FIN — ART. 5 DES STATUTS)

PASSIF

		%
Capital		
Autorisé et émis 200.000 actions de 2.500 frs. or chacune	<u>500.000.000</u>	
libérées de 25%	125.000.000	0,9
Réserves		
Fonds de Réserve Légale	12.500.000	
Fonds Spécial de Réserve de Dividendes	10.007.964	
Fonds de Réserve Générale	37.751.960	
Fonds de Réserve Libre	<u>15.000.000</u>	
	75.259.924	0,5
Dépôts (or)		
Banques centrales		
A vue	1.758.829.934	12,0
A 3 mois au maximum	2.664.959.515	18,2
A plus de 3 mois	285.988.601	1,9
Autres déposants		
A vue	474.788.277	3,2
A 3 mois au maximum	<u>113.670.999</u>	0,8
	5.298.237.328	
Dépôts (monnaies)		
Banques centrales		
A vue	22.647.238	0,2
A 3 mois au maximum	4.415.219.595	30,1
A plus de 3 mois	2.175.700.532	14,9
Autres déposants		
A vue	17.631.833	0,1
A 3 mois au maximum	615.423.848	4,2
A plus de 3 mois	<u>3.092.180</u>	0,0
	7.249.715.226	
Effets		
A 3 mois au maximum	593.968.154	4,1
A plus de 3 mois	<u>990.675.289</u>	6,8
	1.584.643.443	
Divers		
	43.421.988	0,3
Provisions		
Provision pour charges éventuelles	220.000.000	
Provision pour immeubles	<u>1.500.000</u>	
	221.500.000	1,5
Compte de profits et pertes		
	45.000.000	0,3
	<u>14.642.777.907</u>	<u>100</u>

RAPPORT DES COMMISSAIRES-VÉRIFICATEURS A MESSIEURS LES MEMBRES DU CONSEIL D'ADMINISTRATION ET AUX ACTIONNAIRES DE LA BANQUE DES RÉGLEMENTS INTERNATIONAUX A BÂLE.

A notre avis, le Bilan qui précède et le Compte de Profits et Pertes annexé donnent une vue exacte et correcte de la situation des affaires de la Banque au 31 mars 1969 et de ses bénéfices pour l'exercice clos à cette date.

Nous avons obtenu toutes les informations et explications que nous avons jugées nécessaires. A notre avis, la Banque a tenu ses comptes d'une manière appropriée et le Bilan et le Compte de Profits et Pertes sont en concordance avec les livres et avec les informations et explications susvisées.

Zurich, le 2 mai 1969.

PRICE WATERHOUSE & CO.

COMPTE DE PROFITS ET PERTES

pour l'exercice social clos le 31 mars 1969

	<u>Francs or</u>
Revenu net provenant des intérêts et autres ressources	60.109.088
Moins: Frais d'administration:	
Conseil d'administration	175.272
Direction et personnel	8.375.659
Frais de bureau et divers	<u>1.871.837</u>
	<u>10.422.768</u>
Excédent net d'exploitation	49.686.320
Moins: Montants affectés aux provisions suivantes:	
Frais d'administration exceptionnels	1.336.320
Immeubles	<u>3.350.000</u>
	<u>4.686.320</u>
BÉNÉFICE NET de l'exercice clos le 31 mars 1969	<u><u>45.000.000</u></u>

RÉPARTITION DU BÉNÉFICE NET

(Article 53, alinéas b, c, d et f, des statuts)

	<u>Francs or</u>
Bénéfice net	45.000.000
Dividende cumulatif de 37,50 francs or par action (6% sur le capital versé)	<u>7.500.000</u>
	<u>37.500.000</u>
Dividende supplémentaire non-cumulatif de 37,50 francs or par action (6% sur le capital versé)	<u>7.500.000</u>
	<u>30.000.000</u>
Transfert au Fonds de Réserve Générale	<u>15.000.000</u>
	<u>15.000.000</u>
Transfert au Fonds de Réserve Libre	<u>15.000.000</u>
	<u>—</u>

Évolution de la provision pour immeubles au cours de l'exercice social clos le 31 mars 1969

	<u>Francs or</u>
Solde au 1 ^{er} avril 1968	17.500.000
Plus: Transfert du compte de profits et pertes	<u>3.350.000</u>
	<u>20.850.000</u>
Moins: Amortissement des dépenses déjà exposées pour l'achat du terrain destiné au nouvel immeuble de la Banque	<u>19.350.000</u>
Solde au 31 mars 1969, selon bilan	<u><u>1.500.000</u></u>

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Dr J. Zijlstra, Amsterdam	Président du Conseil d'administration, Président de la Banque
Maurice Frère, Bruxelles	Vice-Président
Hubert Ansiaux, Bruxelles	
M. J. Babington Smith, Londres	
Karl Blessing, Francfort-sur-le-Main	
Dr Rudolf Brinckmann, Hambourg	
Dr Guido Carli, Rome	
Henri Deroy, Paris	
Dr Donato Menichella, Rome	
Sir Leslie O'Brien, Londres	
Dr Edwin Stopper, Zurich	
Olivier Wormser, Paris	
Per Åsbrink, Stockholm	

Suppléants

Dr Paolo Baffi, Rome, ou
Prof. Francesco Masera, Rome
Bernard Clappier, Paris, ou
Marcel Théron, Paris
Dr Oumar Emminger, Francfort-sur-le-Main, ou
Johannes Tüngeler, Francfort-sur-le-Main
C. J. Morse, Londres, ou
R. G. Raw, Londres
Cecil de Strycker, Bruxelles

DIRECTION

Gabriel Ferras	Directeur Général
Dr Milton Gilbert	Conseiller Economique, Chef du Département Monétaire et Economique
Dr Antonio d'Aroma	Secrétaire Général, Chef de Département
Dr Hans H. Mandel	Chef du Département Bancaire
D. H. Macdonald	Directeur
Georges Janson	Directeur
Henri Guisan	Conseiller juridique
Dr Antonio Rainoni	Directeur
<hr/>	
D. H. Stapleton	Directeur Adjoint
Prof. Dr F. E. Klein	Directeur Adjoint
A. N. Baritrop	Sous-Directeur